



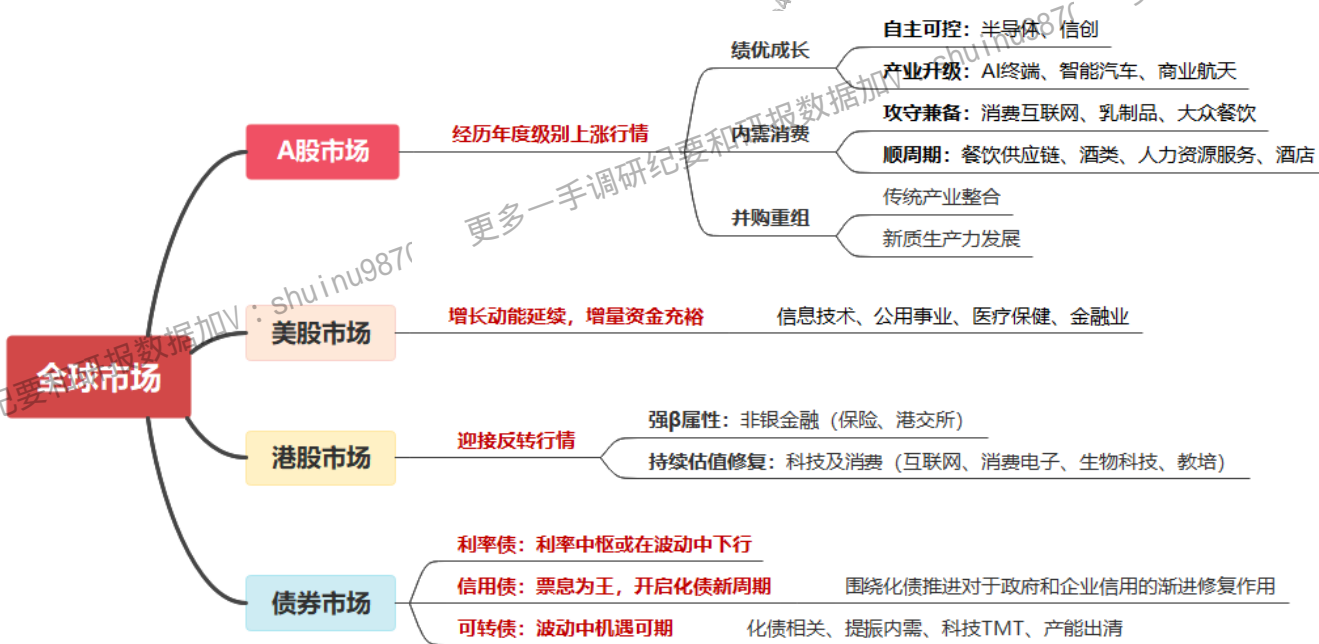
摘要

“轻装再上阵”或是本轮经济政策的核心思路，通过化解风险、财政扩张、改革深化的“三步走”，推动中国经济实现企稳回升和结构优化，并显著改善社会预期。展望 2025 年，面临潜在加税风险的出口或将成为主要的增长拖累，但强有力的宏观逆周期政策将带动消费及固投出现改善，生产端预计对 GDP 贡献较大，预计 2025 年全年经济增长将呈现“U”型，实现 5%左右的增长。

A 股市场：A 股正站在年度级别马拉松行情的起跑线上，核心城市房价企稳和社会融资增速回升将成为发令枪，国内的信用周期、宏观价格、A 股盈利都将迎来周期上行的新起点，A 股的投融资生态、投资者生态、产品生态也站上了全新的起点。在马拉松行情中，**绩优成长、内需消费、并购重组**将成为三条重要赛道。

全球市场：展望 2025 年，海外经济或呈现内需复苏潜力与外贸摩擦风险共存的特征。美国通胀存在反弹隐忧，非美经济体通胀或保持稳定，通胀和经济走势的差异将影响海外主要经济体央行货币政策走向。建议资产配置排序：**股票>商品>债券**。**美股方面**，虽然潜在的流动性向下拐点或导致美股阶段性回调，但在基本面将延续强劲增长且增量资金也较为充裕的背景下，我们对美股在整体表现较为乐观，建议关注信息技术、公用事业、医疗保健和金融业。**港股方面**，随着我国一系列政策逐步落地，投资者预期持续改善，我们判断港股将迎来反转行情，建议关注非银金融、科技及消费板块。

债券市场：利率债方面，预计 2025 年利率中枢仍然在波动中下行；**信用债**票息为王，开启化债新周期；**可转债**期权价值有望回升，市场波动中机遇可期。



资料来源：中信证券研究部预测、绘制

目录

政策展望：预计 2025 年将持续发力..... 1

宏观经济展望：着重看内需与生产端..... 4

A 股展望：预计将经历年度级别上涨行情..... 5

全球市场展望：股票>商品>债券..... 6

七大产业展望..... 9

科技产业：关注复苏下新质生产力机遇..... 9

消费产业：预期先行，静候拐点..... 11

基础设施与现代服务产业：政策持续发力下或迎来困境反转..... 12

制造产业：关注内需顺周期复苏和自主可控主线..... 14

能源与材料产业：商品供给侧逻辑或延续，布局材料成长机遇..... 16

医疗健康产业：2025 年将是底部布局最佳机会..... 20

金融产业：政策发力，前景可期..... 23

投资策略..... 25

A 股：建议关注三条重要赛道与结构性机遇..... 25

美股：增长动能延续，增量资金充裕..... 29

港股：迎接反转行情..... 29

FICC 投资策略..... 30

风险因素..... 31

插图目录

图 1：新一轮政策思路：“轻装再上阵”	1
图 2：债务置换主要产生三重效果，并产生惠民生、促消费、稳信心等外溢影响	2
图 3：地产链恢复是宏观预期企稳的关键	2
图 4：历次政治局会议后配套政策出台节奏	2
图 5：我国历史上赤字率较少突破 3.0%	3
图 6：财政政策对消费产生作用效果的示意图	3
图 7：2024 年的降息幅度为近年来最大	4
图 8：外部、政策和地产三大信号逐渐明确	6
图 9：各经济体所处经济周期示意图	7
图 10：科技产业 2025 年投资全景图	11
图 11：消费产业 2025 年投资全景图	12
图 12：基地产业 2025 年投资全景图	14
图 13：制造产业 2025 年投资全景图	16
图 14：能源与材料产业（商品篇）2025 年投资全景图	17
图 15：能源与材料产业（材料篇）2025 年投资全景图	20
图 16：医疗健康产业 2025 年投资全景图	22
图 17：金融产业 2025 年投资全景图	24
图 18：新兴产业周期图谱	25
图 19：2023 年以来并购重组相关政策与重要会议	26
图 20：展望 2025 年科技产业政策发力的三大方向	28
图 21：马拉松行情中，绩优成长、内需消费、并购重组将成为三条重要赛道	28
图 22：2025 年港股或迎来反转行情	29

表格目录

表 1：短期政策重点	1
表 2：主要宏观经济指标预测（%）	4
表 3：2025 年中证 800 企业盈利增速预测（%）	6
表 4：2025 年美、欧、日经济展望	7
表 5：2025 年主要经济体经济增速预测	8
表 6：2025 年主要大宗商品表现展望	9
表 7：2024 年主要促进消费政策汇总	26
表 8：“十四五”时期经济社会发展主要量化指标完成情况	27
表 9：2025 年 FICC 投资策略展望	30

政策展望：预计 2025 年将持续发力

2024 年 9 月底以来，一系列政策组合拳明确了政策转折点，通过化解风险、财政扩张、改革深化的“三步走”，推动中国经济实现企稳回升和结构优化，并显著改善社会预期。通过一系列政策组合拳，地方财政压力与地产领域风险有望得到有效缓解。

图 1：新一轮政策思路：“轻装再上阵”



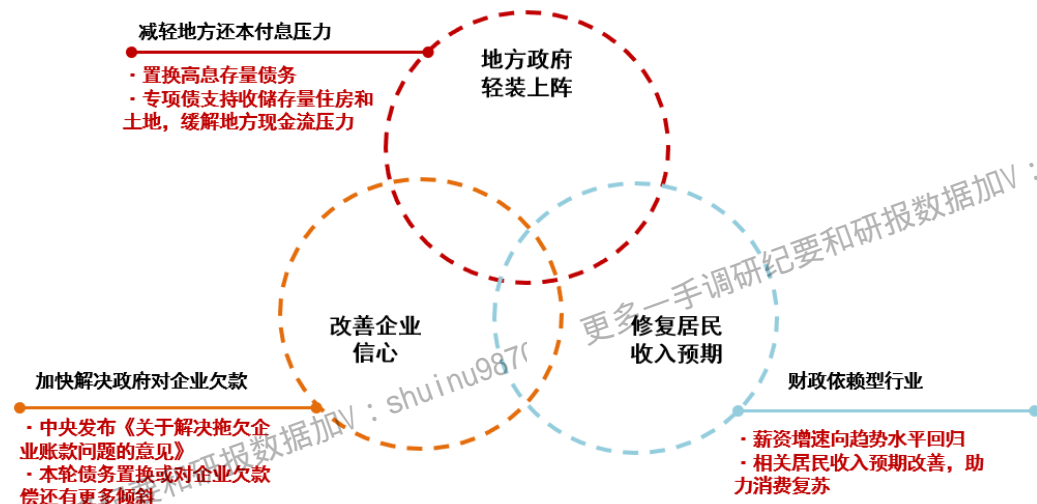
资料来源：中信证券研究部预判

表 1：短期政策重点

方向	具体内容
化债	2023 年以来地方财政紧平衡制约稳增长效果，新一轮大规模债务置换将起到减轻地方财政压力、提振企业信心、改善财政依赖型行业和居民收入预期等效果，并产生惠民生、促消费、稳信心等外溢影响。
地产	止跌回稳目标下，政策仍处于密集出台和落实的窗口期。核心逻辑是推动供需态势相对平衡，包括严控供给增量、推动需求释放，以及加快落地新增 100 万套城中村改造和危旧房改造。
资本市场	稳股市的重要性明显提升，以投资端改革为核心的“1+N”政策框架不断清晰。后续重在落地生效，包括加大市值管理力度、积极引导中长期增量资金入市，以及鼓励高质量并购重组。
民生	通过生育补贴等形式保障重点人群民生。除特困人员、大学生以外，有望继续强化对其他重点群体的保障力度。

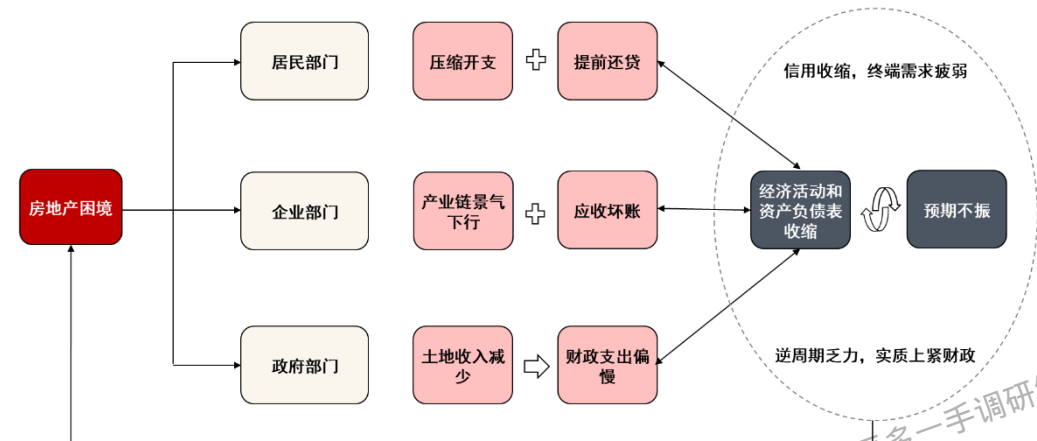
资料来源：财政部，住建部，央行，中国政府网，证监会，中信证券研究部

图 2：债务置换主要产生三重效果，并产生惠民生、促消费、稳信心等外溢影响



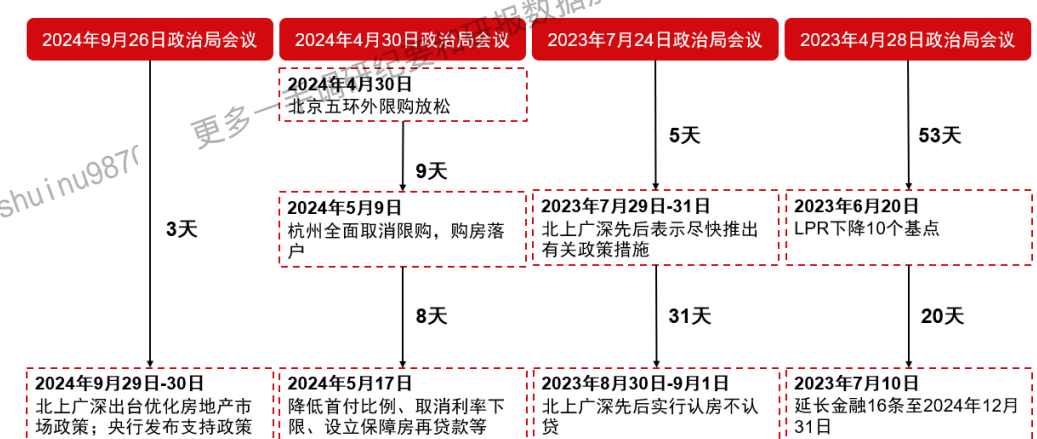
资料来源：中信证券研究部绘制

图 3：地产链恢复是宏观预期企稳的关键



资料来源：中信证券研究部绘制

图 4：历次政治局会议后配套政策出台节奏

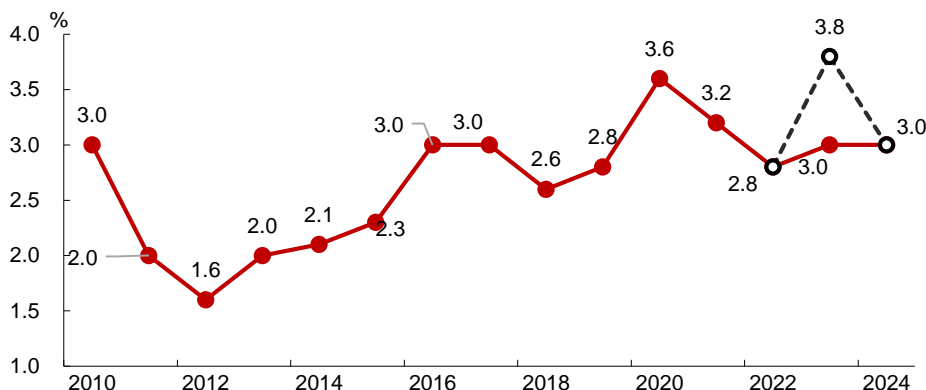


资料来源：中国政府网，北京、上海、广州、深圳住建局官网，杭州房管局官网，中国人民银行官网，国家金融监督管理总局官网，中信证券研究部

预计 2025 年宏观政策将持续发力，进一步夯实基本面，推动经济向上、结构向优。在投向上，会增强对稳民生和促消费的支持力度，改进居民收入预期，激发消费潜力，带动有效投资，扩大国内需求。

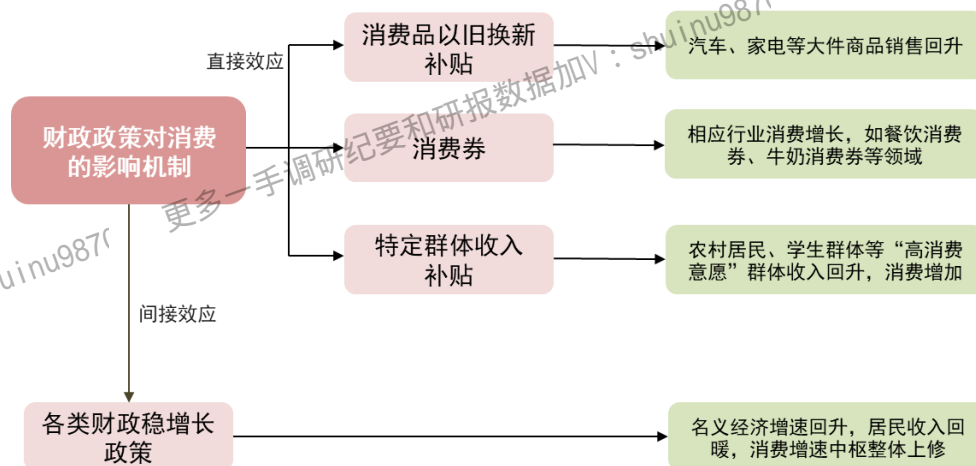
- ✓ **财政政策：**预计 2025 年政府的赤字率将会明显抬升至 4%，特别国债与地方政府专项债等其他财政工具也将持续加码，预计 2025 年特别国债额度为 3 万亿元，新增专项债规模为 4 万亿元以上。预计 2025 年广义财政支出同比增速将从 2024 年的-1.6%回升到 5%以上，对经济形成正向的带动效应。
- ✓ **货币政策：**总量层面宽松力度正持续加大，信用周期有望见底回升，预计 2025 年逆回购利率降息 2 次，累计降幅为 30bps。央行还创新性地设立了支持资本市场的两项工具，助力增量资金入市。

图 5：我国历史上赤字率较少突破 3.0%



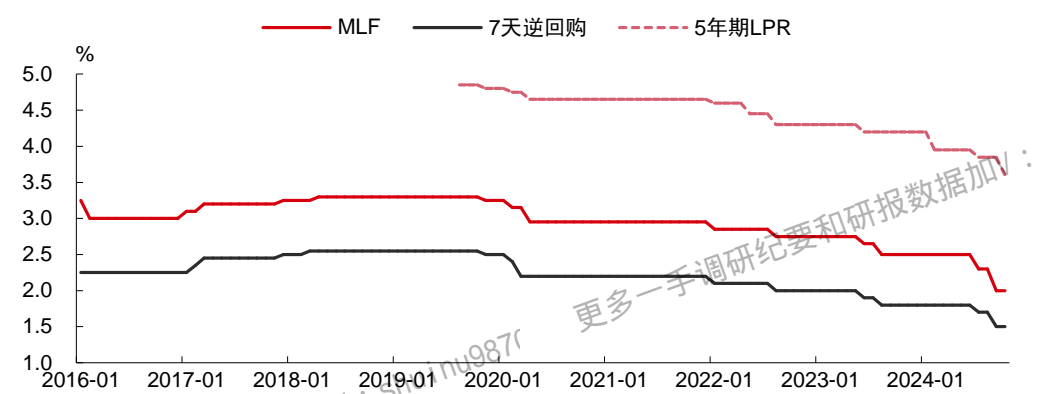
资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2023 年四季度，全国人大常委会调整赤字，将年初制定的 3.0%目标上调至 3.8%

图 6：财政政策对消费产生作用效果的示意图



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 7：2024 年的降息幅度为近年来最大



资料来源：Wind，中信证券研究部

宏观经济展望：着重看内需与生产端

展望 2025 年，面临潜在加税风险的出口或将成为主要的增长拖累，但强有力的宏观逆周期政策将带动消费及固投出现改善。受益于政策和基本面等因素影响，生产端景气持续强于需求端，对短期经济的增量贡献较为显著。预计 2025 年全年经济增长将呈现“U”型，实现 5%左右的增长。

- ✓ **出口：** 外需放缓和美国加征关税或对出口造成双重压力，2025 年出口增速可能由正转负至-5.0%左右。
- ✓ **投资：** 预计制造业投资还将保持高增长，同时地产政策持续发力或促使固定投资的分化迎来边际收敛，地产对经济的拖累有望减轻，预计 2025 年固定资产投资增速可能回升至 3.8%左右。
- ✓ **消费：** 消费受益于政策倾斜加强，预计政府消费或显著回暖，居民消费大概率呈现弱修复，预计 2025 年社零增速录得5%附近。
- ✓ **物价：** 价格端受到全球能源价格拖累，预计物价总体回升压力仍较大，2025 年下半年或见 PPI 转正，预计明年全年 PPI 和 CPI 同比增速分别为-1.3%和 0.3%。

表 2：主要宏观经济指标预测（%）

分项指标	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4E	25Q1E	25Q2E	25Q3E	25Q4E	2024E	2025E
实际 GDP	5.3	4.7	4.6	5	5.1	4.7	4.9	5	4.9	4.9
社会消费品零售	4.7	2.7	2.7	4.6	4.4	5.1	5.3	5	3.7	5
固定资产投资	4.5	3.6	2.5	3.1	4.8	3.9	3.9	4.1	3.4	4.2
基建（全口径）	8.8	6.6	11.5	13	8.5	6.5	5.5	5	10	6.4
制造业	9.9	9.3	8.7	8.2	7	6	6.5	7	9	6.6
房地产	-9.5	-10.6	-10.1	-7.9	-2.1	-1.9	-1.5	-0.3	-9.4	-1.5
出口（美元计价）	1.1	5.7	6	3	-0.4	-6	-8.6	-5	4	-5
CPI	0	0.3	0.5	0.5	0.6	0.5	-0.2	0.4	0.3	0.3
PPI	-2.7	-1.6	-1.8	-2.6	-2	-1.8	-1	-0.4	-2.2	-1.3

社融存量	8.7	8.1	8	8.3	7.9	8.4	8.3	8	8.3	8
M2	8.3	6.2	6.8	7	6.6	8	8	8.2	7	8.2

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：社融存量、M2 为期末同比，其他指标均为单季同比

A 股展望：预计将经历年度级别上涨行情

一、信用周期、宏观价格、A 股盈利在 2025 年都将迎来周期上行的新起点。

信用周期：化债加码落地，帮助地方政府与企业轻装上阵，有望在 2025 年撬动有信心、有投资、有消费的新一轮信用上行周期。在 2025 年，预计社融存量同比增速将呈现“先上后下再平稳”的走势，高点可能出现在年中，同比增速或将逼近 8.5%，全年同比增速可能在 8.0%附近，而全年预算赤字率预计将提高至 4.0%的近年来最高值。

宏观价格：政策落地起效，预计 2025 年下半年将迎来更加全面的“止跌回稳”信号，全年一二手房成交金额相比 2024 年略有增长。随着需求侧政策起效和信用周期重启，破立并举下供给侧结构持续优化，预计 2025 年国内宏观债务-价格的负循环将被有效阻断，2025 年 PPI 同比负增长将缓慢改善，下半年读数有望转正，核心 CPI 向上修复或仍面临压力，而 GDP 平减指数同比在经历了两年多负增长后，有望于 2025 年四季度初次转正。

A 股盈利：信用与价格修复，A 股 2025 年下半年将迎来新一轮盈利上行周期。预计 2024Q4 至 2025Q1A 股非金融板块盈利同比继续磨底，营收、ROE 延续下滑趋势，净利润分化进一步加剧。社融增速依旧是很好的前瞻信号，其拐点领先盈利拐点 3 个季度左右，预计 2025 年下半年至 2026 年 A 股将开启新一轮盈利上行周期，非金融板块的 ROE 有望在杠杆率和资产周转率改善的驱动下企稳回升，其盈利同比增速也将逐季回升。预计 2025 年 A 股盈利同比增速将从 2024 年的 0.5%小幅上升至 0.7%。

二、A 股的投融资、投资者、产品生态在 2025 年将站上全新起点。

投资者生态：我们对 2025 年 A 股市场流动性的预测如下：**1. 个人投资者：**依然是 A 股未来增量资金的主要来源。**2. 新工具：**新工具互换便利（SFISF）和股票回购增持再贷款预计在 2025 年能为 A 股带来 4000 亿元左右的增量资金。**3. 险资：**险资总体 A 股仓位偏低，有望成为 2025 年重要的资金来源。**4. 私募：**仍然具备较大加仓空间。**5. 外资：**海外配置型资金依然低配中国，我们测算有望带来 1000 亿元左右的增量资金。**6. 公募：**主动公募当前仓位不高，预计在房价和融资信号明确后入场将更积极。综合一、二级市场测算，个人投资者和机构投资者资金接力入场，ETF 为主要工具，2025 年 A 股市场将维持较为稳定的资金净流入状态。

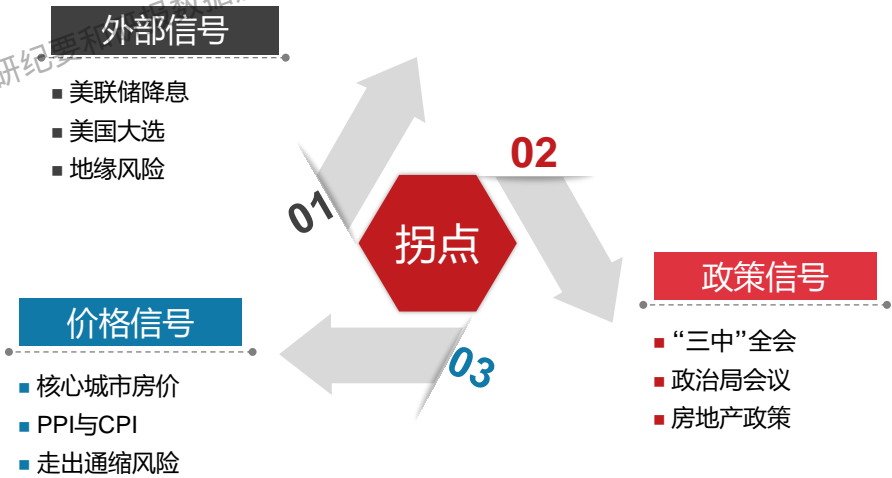
投融资生态：资本市场“1+N”政策框架更加清晰，A 股预期回报和投资环境不断改善。

产品生态：各方共同选择和品种日益丰富，ETF 成为资产端配置的重要工具。主动基

金存在超额收益的阶段与宏观经济基本面改善的阶段基本重合，未来随着基本面转暖和新一轮产业趋势清晰，主动产品有望重新跑赢市场。

总体看，2025 年 A 股正站在年度级别马拉松行情的起跑线上，核心城市房价企稳和社会融资增速回升将成为发令枪，国内的信用周期、宏观价格、A 股盈利都将迎来周期上行的新起点，A 股的投融资生态、投资者生态、产品生态也站上了全新的起点。个人投资者和机构投资者资金接力入场将是行情的主驱动，ETF 将成为重要的配置工具，市场风格主导将由个人投资者逐步切换至机构投资者。**绩优成长、内需消费、并购重组**将成为三条重要赛道。

图 8：外部、政策和地产三大信号逐渐明确



资料来源：中信证券研究部

表 3：2025 年中证 800 企业盈利增速预测（%）

板块	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4E	25Q1E	25Q2E	25Q3E	25Q4E	2024E	2025E
中证 800	-3.6%	0.9%	7.3%	-3.5%	-2.6%	0.3%	0.6%	6.2%	0.5%	0.7%
非金融	-3.3%	-1.0%	-7.1%	-10.9%	-12.1%	-5.1%	-2.6%	7.5%	-5.2%	-4.0%
金融地产	-3.8%	2.9%	23.6%	3.6%	5.8%	6.0%	3.4%	5.1%	6.3%	5.0%
工业	-9.7%	-4.9%	-9.1%	-14.2%	-18.2%	-6.0%	-7.7%	7.2%	-9.0%	-7.5%
消费	10.3%	9.8%	-5.9%	-7.6%	-8.4%	-4.3%	4.8%	8.8%	2.1%	-0.8%
TMT	12.1%	6.5%	4.2%	-4.1%	7.2%	-4.6%	9.8%	5.0%	4.4%	3.6%
医药	-6.5%	-8.7%	-12.2%	-9.0%	-2.4%	-0.2%	2.7%	19.0%	-9.0%	2.3%

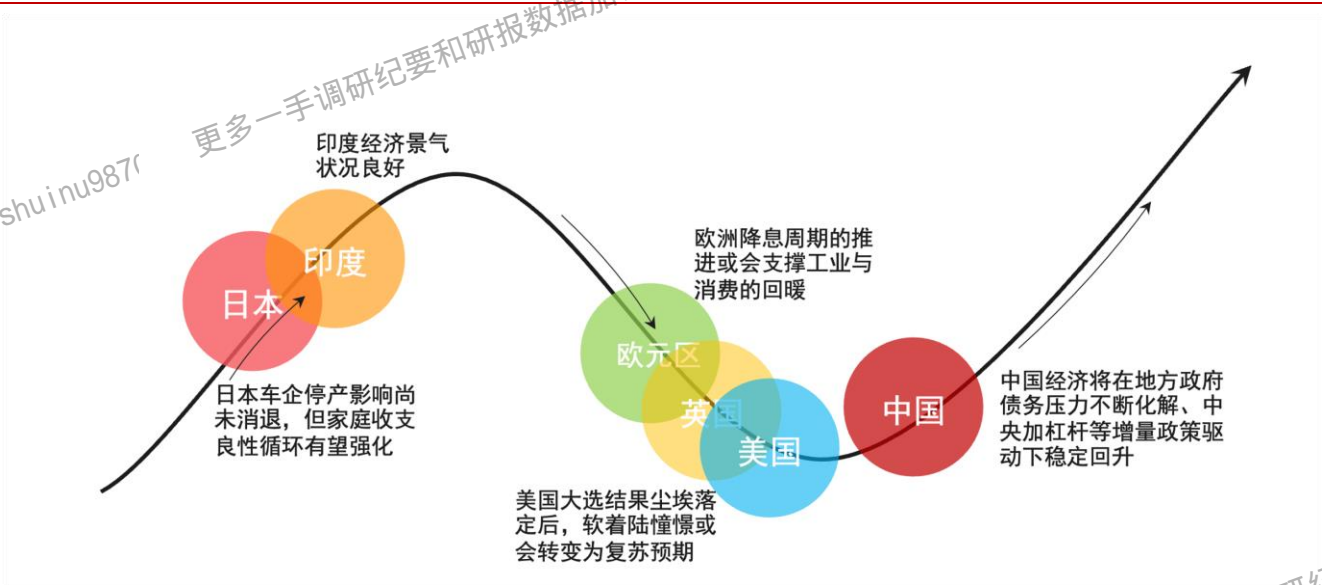
资料来源：Wind，中信证券研究部预测

■ 全球市场展望：股票 > 商品 > 债券

展望 2025 年，海外经济或呈现内需复苏潜力与外贸摩擦风险共存的特征。美国通胀存在反弹隐忧，非美经济体通胀或保持稳定。通胀和经济走势的差异将影响海外主要经济体央行货币政策走向，美联储明年或有 50bps 降息空间，欧央行降息幅度或大于美联储，而日本央行或将进一步加息。

- ✓ **经济增长：**美国大选后，主要国家经济周期相对位置不变，但经济增速趋于分化，内需复苏潜力与外贸摩擦风险共存。
- ✓ **通货膨胀：**美国大选后，美国通胀现反弹隐忧，非美通胀前景总体稳定。
- ✓ **货币政策：**随着美欧日通胀和经济走势差异延续，预计 2025 年美联储、欧央行和日央行的货币政策仍将分化。
- ✓ **财政政策：**美国大选或难改变其财政现状，预计 2025 年美日将继续财政扩张，欧盟将整顿财政纪律。

图 9：各经济体所处经济周期示意图



资料来源：中信证券研究部绘制

表 4：2025 年美、欧、日经济展望

	经济增长	通货膨胀	货币政策	财政政策	大类资产配置
美国	经济软着陆憧憬或会转变为复苏预期，固投增速或先抑后扬，消费有望保持韧性	租金通胀还有降温空间，商品通胀风险比服务通胀更值得关注	通胀可能重返视野，预计 2025 年有 50bps 降息空间	继续扩张，预计 2025 年赤字率达 8.4-9.1% 区间	股票 > 商品 > 债券 美股： 美联储降息和美国经济“软着陆”提供稳定宏观环境，预计盈利复苏将从科技股扩散至其他行业
欧元区	降息周期的推进或支撑工业与消费回暖	预计 2025 年其通胀率能维持在 2% 左右	保持“以我为主”思路，预计 2025 年有 100bps 降息空间	预计将在 2025 年开始较为明确的财政纪律整顿，欧盟各国赤字和债务规模或将有所下降	商品： 2025 年或迎转折之年，建议当前标配黄金，静待工农业商品企稳回升 美债： 预计 2025 年 10Y 美债利率中枢抬升，或先下后上，高点或近 5.1%
日本	商业投资或维持升势，家庭收支良性循环应能强化	涨价涨薪正循环应能进一步巩固，重回通缩风险较小	“薪资-物价”循环加强，预计到 2025 年底至少还有 50bps 加息空间	预计日本政府将继续保持财政宽松以稳定经济增长和通胀	美元： 预计美元指数将偏强运行，在 2025 年一二季度有冲高空间，关注特朗普可能的“弱美元”政策

资料来源：中信证券研究部预测

表 5：2025 年主要经济体经济增速预测

预测	2024				2025				2024	2025	2026
实际 GDP	Q1	Q2	Q3	Q4F	Q1F	Q2F	Q3F	Q4F	全年 F	全年 F	全年 F
美国	1.6	3	2.8	2.2	2	2.2	2.5	2.7	2.4	2.3	2
欧元区	1.2	0.8	1.5	0.8	1	1.3	1.4	0.9	1.1	1.1	1.4
日本	-2.4	2.9	0.6	1	1.2	1.3	1.7	1.2	0.5	1.3	0.9
CPI											
美国	3.3	3.2	2.6	2.7	2.4	2.3	2.8	3	3	2.6	2.3
欧元区	2.6	2.5	2.2	2.2	1.8	2	2	1.8	2.4	1.9	1.9
日本	2.6	2.7	2.8	2.1	2.4	2.2	2	2.3	2.5	2.2	2

资料来源：Bloomberg，CEIC，中信证券研究部预测。注：实际 GDP 增速为季调环比折年率（%）；CPI 为同比（%）

在此宏观环境下，我们认为 2025 年全球市场大类资产配置顺序为：股票>商品>债券。

- ✓ **美元：**基准情形下，预计美元指数仍将偏强运行，在 2025 年一二季度仍有冲高空间。基准情形外，还需关注特朗普可能的“弱美元”政策，若特朗普内阁成员加入莱特希泽，则需警惕美国推出“《广场协议》2.0”的可能。
- ✓ **美债：**在美债供给增加和通胀中枢抬升的双重作用下，预计 2025 年 10Y 美债利率中枢有所抬升。10Y 美债利率在 2025 年或呈现先下后上的走势，高点或上行至 5.1%左右。在就业市场稳健和通胀不超过 3%的情形下，预计 2025 年 10Y 美债利率走势将由经济增长数据主导。
- ✓ **美股：**往后看，我们认为美国 2025 年经济成功“软着陆”概率较大，为美股提供稳定的宏观环境。估值方面，本轮美股“七姐妹”在高利率环境下逆势上涨。往后看，随着美联储开启降息周期，对美股来说“最坏的时期已经过去”。盈利方面，“七姐妹”与标普 500 其他公司相比盈利能力更强，但 2025 年二者的差异可能有所收敛，我们预计盈利复苏将从科技股扩散至其他行业。随着美联储 9 月超预期降息 50bps，本轮美股市场“复苏交易”与 1995 年相比有所前置，叠加特朗普胜选以及共和党横扫，美国经济预计将会得到进一步刺激，我们看好 2025 年美股整体表现。板块方面，建议关注科技、公用事业、金融和医疗保健。
- ✓ **大宗商品：**2025 年海外经济形势或呈现筑底回升的趋势，叠加通胀上行压力，外需定价的工农业大宗商品或能开始新一轮上行周期。不过中美经济周期所处的位置可能影响商品市场上涨的幅度，并存在阶段性反复及震荡的可能。整体看，2025 年商品市场或呈现由防守向进攻切换的风格。

表 6：2025 年主要大宗商品表现展望

大宗商品		2025 年展望
贵金属		本轮黄金行情或尚未结束，预计可持续至海外经济回稳之前。特朗普领导的统一政府或进一步大幅增加美国债务杠杆水平，该因素或在中长期进一步影响黄金价格表现并成为新叙事。我们认为 2025 年国际金价或呈现冲高随后高位震荡回落的走势。
能源		2025 年上半年或震荡趋弱，特朗普交易下或仍存在下行风险。我们认为油价底部的中枢或位于 60-70 美元/桶，随后在海外宏观经济逐渐回升的带动下，油价中枢存在进一步回升的可能性。
国际铜价		当前国际铜价或将震荡微落。中国经济“防风险”、美国经济“软着陆”、欧洲经济“触底回稳”对工业大宗商品有望形成底部强支撑，铜价或难跌破 8500 美元/吨。在 2025 年中国政策带动进一步加码，叠加海外经济见底回升的背景下，铜价或逐渐触底回升，在中国经济平稳运行的前提下，2025 年铜价或逐渐缓慢抬升，并逐渐接近 10000 美元/吨。
农产品	小麦	全球产量预期持平，新季播种面积无太大波动，且中国进口需求下降，第三世界国此前屯粮库存正在消化，新增屯粮需求减少，2025 年国际小麦价格预计延续弱势。
	玉米、大豆	南美大豆主产区气候正常，新季玉米供应预期比较乐观，增产预期指引下外盘价格或延续低位偏弱震荡行情。

资料来源：中信证券研究部预测

■ 七大产业展望

科技产业：关注复苏下新质生产力机遇

回顾 2024 年全球科技板块走势，美国科技股受益于大模型持续进步带动的 AI 浪潮，头部硬件科技公司、云厂商业绩增速较快，估值亦提升较多。国内科技板块体现出较大估值弹性，于 2024 年 9 月 24 日后反弹强烈，跑赢大盘。

展望 2025 年科技投资，我们判断主线将继续围绕 AI 以及 AI 的应用落地展开。1. 大模型能力持续进步、成本持续下降，从算力基座到终端应用落地均展现出新机会。2024 年，我们看到基座大模型在性能和成本两方面均持续迭代进步，Open AI 发布 O1 模型，通过强化学习的技术路径大幅提高了大模型在逻辑推理方面的能力；另一方面，大模型推理成本快速下降。我们认为将在 2025 年看到基于 AI 的行业进步以及生态创新在算力、软件、终端应用等多个产业的落地。2. 政策密集出台，需求逐步复苏，关注科技细分板块结构性机会。宏观政策层面，2024 年 9 月以来，随着一系列宏观政策陆续出台，市场预期整体转暖，我们预期 2025 年宏观需求将持续复苏。同时，科技创新对中国式现代化的重要性愈发凸显，二十届三中全会《《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》》大幅前置科技发展，提出加快促进数字产业化和产业数字化政策体系，一系列产业政策配套出台，积极支持科技创新发展，为中国科技产业的发展打开市场空间。

在此背景下，我们认为中国科技资产具备估值上的比较优势，将迎来新一轮投资机遇。同时，我们提示美国科技股估值风险。

AI 产业链：大模型、算力、数据应用持续迭代，AI 投资从基础设施走向应用落地。

1. 算力层面，海外云厂商 Capex 高企，市场预计北美四大云厂商 2024 年全年资本开支增速超过 50%，算力产业整体保持高景气度，同时技术迭代速度亦随着高投入而加快。国内来看，国产算力持续进步，相关产业链公司将是长期投资机会。**建议关注国产算力芯片、配套设备、AIDC 等环节。**

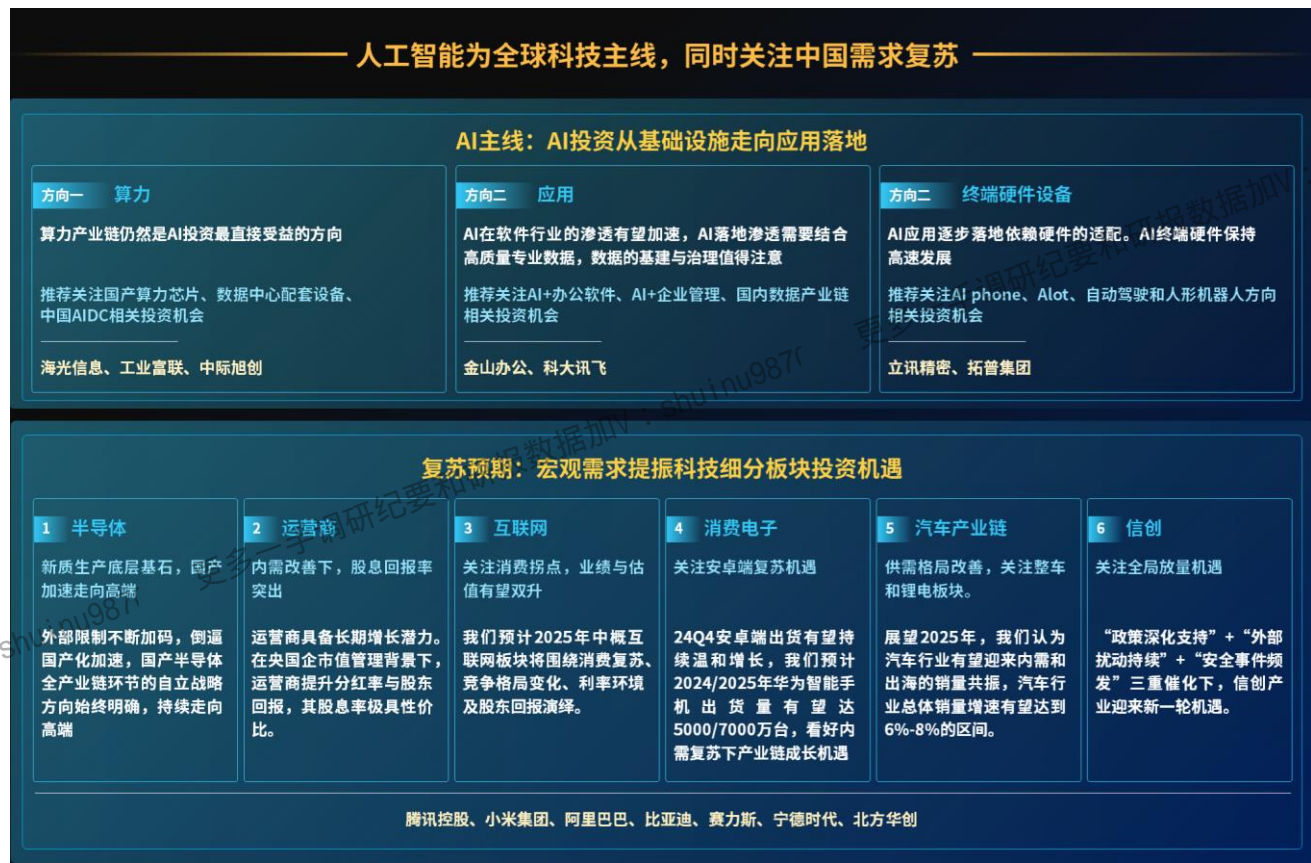
2. AI 应用层面，国内厂商持续探索 AI 应用场景，整体落地加速，而对专业数据的治理和高效运用或将成为未来促成模型性能能进一步提高、加速大模型在垂类领域应用落地的重要因素。建议关注 AI 应用以及数据产业链相关标的。
3. AI 终端层面：端侧 AI、自动驾驶、人形机器人落地在即。C 端硬件来看，我们认为个人 AI 助理为明确方向。随着 AI 手机的逐步渗透以及操作系统层面逐渐完成对原生 AI 的适配，AI 端侧设备和应用生态发展持续加速。同时，我们也看到端到端的技术路径为自动驾驶行业带来智驾能力的跃升。随着自驾芯片算力的成熟和相关数据的进一步累积，自动驾驶的体验和效果提高具有高确定性，商业模式接近闭环；人形机器人行业也愈发临近量产时间点，与 AI 的结合为产业规模创造巨大的想象空间。AI 终端方面关注 AI 手机、人形机器人和自动驾驶产业链相关公司等。

复苏预期：关注宏观需求提振科技细分板块的投资机遇。

2024 年 9 月以来，一系列宏观政策出台大幅改善市场预期，随着政策逐步落地，需求侧的复苏将为中国科技行业发展提供广阔空间。从细分板块来看，互联网板块收入增速与社零增速相关性高；汽车板块以旧换新政策持续为整车销量提供增长动能，我们判断，互联网、安卓消费电子、汽车产业链等板块将受益于需求与消费复苏带来的市场增量。产业政策层面，科技创新被置于重要位置，“推进中国式现代化，科学技术要打头阵”，算力、信创等科技细分领域的支持政策进一步落地，为国产半导体、运营商等领域提供广阔市场空间。

在宏观经济复苏、需求改善、产业政策逐步落地的背景下，**互联网、安卓消费电子、汽车产业链、半导体、运营商、信创**板块当前基本面持续改善，估值有望持续修复，投资价值显著。

图 10：科技产业 2025 年投资全景图



资料来源：中信证券研究部绘制

消费产业：预期先行，静候拐点

回顾 2024 年，消费总体疲弱，价格压力显著，相比 2023 年，相对坚挺的“两头”消费也出现压力。结构上，“质价比”消费继续升温、服务业消费保持韧性，“以旧换新”政策带动家电等耐用品消费回升。“924”政策转向前，市场对中国消费市场的悲观情绪蔓延，导致消费估值中枢大幅下移，政策密集出台扭转经济预期带动消费快速反弹，但当前估值仍在合理水平。

展望 2025 年，国内政策拐点明确的背景下，后续市场的核心关注点有两个，一是围绕政策出台的时间、力度等方面的博弈将持续；二是政策能否对 2025 年经济形成支撑、居民部门需求是否回升、企业盈利能否修复较为关键。当前处于政策观望期，后续是否接力“以旧换新”继续出台拉动消费力的相关政策对短期的消费回升预期弹性较为重要。基于“以旧换新”、“消费券”等形式的消费刺激，结合历史实际使用情况，利好的消费品类主要包括餐饮、旅游、购物（平台、超市等渠道）、家电、家居等。而经济的实际修复、居民收入预期回升下的顺周期消费方向包括酒、人力资源、餐饮、酒店等。

从 2024 年年末到 2025 年中期，建议消费配置策略从攻守兼备逐渐递进到弹性品种。当前消费估值虽经历短期上涨但仍处合理水平，经营端，即使不考虑政策潜在拉动，24Q4 在基数压力减轻的背景下，多数消费行业尤其是偏必需行业均有望企稳，而 25Q2 有望成为多数消费行业的压力见底窗口。当前我们建议主要配置攻守兼备的消费互联网、低估值

高回报且经营有望率先企稳的乳制品、大众餐饮等必需板块。而考虑预期先行带动的消费配置需求，顺周期特征明显的餐饮供应链、酒类、人力资源服务、酒店等行业有望突显弹性，建议逐步增配。行情持续性和上涨空间取决于后续政策落地后的具体效力。

更长的时间维度中，需求端关注三大结构趋势，供给端关注出海与并购。中国消费市场结构性趋势显现：1. 消费者回归理性，品质升级与消费平替并行；2. 消费者更加追求生活中的快乐，愿意为精神满足感和情绪价值付费；3. 技术进步和迭代催生的一些消费新方向，两大重点方向是数字经济和生物技术，我们认为可重点关注数字经济下的消费应用场景智能家居，合成生物学下农业、食品、美妆领域的迭代机会。供给端，关注企业自身挖掘增量空间的能力，目前国际化市场和下沉市场仍有较大的发展空间，同时并购无论是政策的友好性还是企业发展需要，均有望成为助力优质消费企业实现快速跃升的工具。

图 11：消费产业 2025 年投资全景图



资料来源：中信证券研究部预测、绘制

基础设施与现代服务产业：政策持续发力下或迎来困境反转

回顾 2024 年，2024 年四季度逆周期调节的政策加大力度，成效显著。在供给已经得到相当程度优化的情况下，需求提振有利于推动基础设施和不动产领域的一些公司困境反转，修复资产负债表和利润表。

展望 2025 年，内需是需求的主导，内需提振的关键在稳住价格信号。随着外部不确

定性的增加，内需为主导的国内经济大循环重要性凸显。基础设施和不动产领域和内需关系紧密，而提振需求的关键在于避免产品定价持续下行和预期不断恶化。

- ✓ **地产开发板块：**正面临政策支持的止跌攻坚战，我们预计包括公积金贷款优化、房地产税费优化、限购优化等需求侧工具箱仍然充足，而回购土地等供给侧政策亦有利于市场消化库存，减轻企业负担。我们认为，在止跌拉锯战中，行业分化将更为明显，行业集中度可能进一步提高。
- ✓ **公用事业板块：**用能需求强劲，水电仍有利用小时上修空间，2025 年龙头水电业绩具备电量弹性。2025 年的火电市场交易电价或将延续下行趋势，但我们预计 2025 年动力煤港口现货价格或将小幅下降，有望对冲电价下行对于火电公司业绩的拖累。
- ✓ **时效快递板块：**与宏观经济的关联度更高、更具弹性，政策端起效和加码对高端时效件需求的赋能或提前到来，经济韧性修复预期下，与制造业及宏观经济联系更紧密的时效快递及快运服务商有望优先受益。
- ✓ **水泥板块：**涨价逐渐落地，企业盈利能力有望修复，叠加随着未来碳交易和超产产能置换相关政策的出台，水泥行业有望加快出清过剩产能，优化供给端的格局，行业盈利能力将恢复至合理水平。
- ✓ **消费建材板块：**在房地产市场企稳前提下，利润水平也将迎来均值回归，优秀的龙头公司有能力、有空间去保持业绩的稳定增长，同时大额提升分红率回报股东。

化债大力度推进，企业应收款问题预计得到显著缓解。2024 年以来，财政收支矛盾突出，2024 年 11 月国务院提出了增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的建议并获通过。我们认为政策能够缓释地方当期化债压力、减少利息支出，有助地方畅通资金链条，偿还一些存量欠款，减轻企业经营压力，优化企业报表。

- ✓ **再生能源板块：**补贴拖欠压力日益增大，行业层面的可再生能源基金或存在收支无法匹配的问题，体现在微观层面即为新能源企业普遍存在大量国补拖欠的应收账款压力，我们期待绿电化债。
- ✓ **供排水领域：**一方面政府化债可能缓解政府补贴压力，另一方面理顺行业价格机制也迫在眉睫。
- ✓ **航空板块：**部分航司其他收益有所下降。应收航线补贴占比提升，地方政府资产负债表修复或推动其对航线补贴支付能力的修复。
- ✓ **工程服务板块：**在历史行业清欠中能够实现行业整体经营质量改善及估值修复，财政发力亦有望结束头部建筑央企缩表局面。

- ✓ **房地产板块：**开发类公司应收规模虽不大，但所担负的刚性建安开支和交付义务不小。我们预计，未来土地置换、项目白名单等政策将对企业资产负债表形成助力。

总结来看，逆周期调节的政策在加大力度，供给已经优化背景下，提振内需对于稳住价格十分关键。化债背景下，我们预计产业链的应收问题有所缓解，资产负债表有所改善。我们认为，在政策持续发力情况下，**2025 年基础设施和不动产领域将望迎来不少困境反转机会，企业盈利能力修复也值得期待。**在房地产及物业服务板块，我们推荐受益于房地产市场止跌回稳拉锯战的部分公司；在基础材料和工程服务板块，我们推荐盈利底部反转，或者有望受益于内需拉动的领域；在公用事业领域，推荐受益新电站爬坡和来水有望改善的水电，行业正处于变革期的绿电，受益数字化和新型电力系统日益融合的虚拟电厂、微电网、综合能源服务、功率预测等新场景。在物流及出行服务板块，我们推荐受益于化债修复资产负债表和对经济修复弹性较大的部分公司。

图 12：基地产业 2025 年投资全景图



资料来源：中信证券研究部绘制

制造产业：关注内需顺周期复苏和自主可控主线

回顾 2024 年，制造业的关键词为中美“补库共振”及其强弱变化，以及外部政治经

济环境变化和内部刺激政策预期扭转对我国制造业的影响，总体表现为较为强烈的波动和震荡。

展望 2025 年，我国在大力的货币政策、财政政策及资本市场发展改革的支持下，内需有望逐步迎来复苏，并将在工业品的产销量数据上初现端倪；海外即使通胀预期回落，但预计仍然保持较高的经济韧性，且新兴国家制造业景气度均处于回升周期，特朗普当选美国总统后，对我国实施经济对抗的预期抬升，自主可控或将成为未来一段时间的关键。分行业看，新能源相关行业已出现触底企稳迹象，部分细分领域甚至有回暖反弹；顺周期相关的通用制造业等行业出现温和复苏迹象，但仍有波动；周期类行业若处于景气周期，不改其景气韧性。

我们看好 2025 年制造业持续修复及板块估值中枢上行，行情有望获得 EPS 和 PE 的双维度支撑。推荐两条投资主线：**一是内需顺周期复苏主线**，建议关注制造产业多数顺周期板块，如机床、工业机器人、工控、电气设备、汽车及家电内销等板块；**二是自主可控主线**，包括军工全产业链，机械设备中的工业母机、半导体设备，以及船舶制造、农机等设备，此外建议关注核电、燃气发电等基荷电源的发展。

✓ **工业品：通用工业品顺周期复苏，出海依然维持韧性，电网建设及基荷能源稳步推进。**国内：2024 年以来工业品确立了复苏向上趋势。海外：海外通胀有所回落，但全球制造业 PMI 仍维持上行趋势，外需韧性依然较为强劲，主要包括电力设备、新能源、船舶、叉车、工具类及家电等。能源装备方面，新能源设备呈现技术不断迭代的特点，电力设备投资持续高企，电网消纳也对稳定基荷能源提出需求。

✓ **军品：筑底完成，走势逐步回升。**我们判断多数领域 24Q4 乃至 2024 年全年业绩仍会阶段性承压，而**订单修复将成为 2025 年军工板块的核心主线**，预计随着行业景气度逐渐改善，军工板块整体也将得到估值修复，其中部分领域个股或有望率先开启底部复苏，进而“从一个企业，扩散到一个型号再扩散到一个领域”。军工板块主要关注整机厂、弹药、无人装备、军队信息化、军贸、航发及燃气轮机以及新工艺新材料等方向。

✓ **电器等消费品：国内地产、消费及新兴产品或逐步复苏，海外有韧性的细分品类有望实现增长。**2024 年以来电器板块行情向上源自多种因素共同作用：欧美补库及第三世界内生需求带动、“低估值+高股息策略”利好、“以旧换新”政策刺激、地产政策密集催化利好后期周期家电品类等。从工具、服务机器人及新兴消费设备来看，电动工具进入北美补库周期，预计将迎来业绩拐点；服务机器人新技术产品拉动成长，海外市场渗透率成为新增亮点；eVTOL 及人形机器人均加速发展，智能终端的市场空间巨大。总结看，消费品出海及渗透率提升是持续不断的进程，同时国内地产和消费复苏、新兴产品迭代将为消费类设备制造提供新动能。

图 13：制造产业 2025 年投资全景图



资料来源：中信证券研究部绘制

能源与材料产业：商品供给侧逻辑或延续，布局材料成长机遇

商品：需求复苏渐入佳境，盈利向上弹性可期

回顾 2024 年，受益于供给约束以及通胀背景下市场对商品投资的热度提升，上游资源品板块整体表现较为强势。同时受到国内经济“温差”及海外原料供应扰动等因素影响，周期细分板块呈现分化特征，全球定价的品种，如黄金、铜、原油等价格大幅上涨或呈现较高韧性，国内定价的品种如螺纹钢、焦煤等价格则表现疲软。

展望 2025 年，国内政策持续加码，我们认为政策效应将逐步显现，2025 年内需强相关品种价格有望得到修复。同时部分品种如铝、制冷剂存在强供给约束，钢铁、煤炭等供给约束进一步加强，我们看好价格弹性，预计 2025 年铝价运行区间为 20000~23000 元/吨，热卷价格中枢为 4000 元/吨，秦港 5500 大卡动力煤价格中枢为 890 元/吨，三代制冷剂价格有望达到前期高点 55000 元/吨。

长期供给约束效应下，我们预计铜、锡等品种价格将延续高位运行态势，阶段性供给短缺或扰动则将加剧原油等产品波动，部分长期价格低迷品种或因供给宽松度收窄迎来反

弹。我们预计 2025 年布伦特原油价格区间为 60~70 美元/桶，荷兰 TTF 天然气价格区间为 20~45 欧元/兆瓦时，铜价区间为 9000-11000 美元/吨，锡价运行区间为 3.5~4 万美元/吨，锂价有望反弹至 10 万元/吨。

地缘政治风险频繁扰动，我国具备战略属性与反制能力的品种关注度提升，稀土为国之重器，在供给约束与地缘风险下，我们预计 2025 年氧化镨钕价格有望上行至 45~55 万元/吨。贵金属方面，我们预计流动性宽松预期将重新主导黄金板块投资，地缘政治冲突引发的避险情绪也有利于黄金的配置。白银方面，除金银比价修复逻辑外，供需缺口的扩大也有望带动白银价格上涨。我们预计 2025 年黄金价格运行区间为 2400-3000 美元/盎司，白银价格运行区间为 30~40 美元/盎司。

综上，2025 年有以下三条投资主线值得关注：1. 我国政策积极转向，需求回暖预期不断增强，地产复苏、设备更新等政策推动下，经济有望复苏，关注内需相关的铝、钢铁、煤炭、制冷剂品种。2. 供给侧扰动仍为商品的主要影响因素，多数资源品价格仍具备支撑。若供给扰动频率增加，我们预计相关产品价格波动仍将加剧，建议关注原油、天然气、铜、锂、锡等。3. 地缘政治冲突下，具备战略属性与避险属性的品种重要性持续凸显，建议关注稀土永磁、贵金属（黄金、白银）和原油。

图 14：能源与材料产业（商品篇）2025 年投资全景图



资料来源：摄图网，中信证券研究部绘制

材料：把握三条投资主线，布局材料成长机遇

展望 2025 年，低空经济、SAF、氢能、合成生物学等新兴产业在政策推动下将加速产业化落地，军工、半导体、核电、光伏行业的需求景气或格局改善带来利润的释放，固态电池、硅基负极、锂电回收、AI 手机、汽车轻量化、非晶电机、电子皮肤、萃取法钛白粉、丁二烯法己二腈等新产业、新技术、新趋势的发展带来相应的材料需求弹性。主要看好三条投资主线：政策与主题、行业景气与格局改善、产品/技术创新迭代。

政策与主题驱动的行业，包括低空经济、SAF、氢能、合成生物学等，目前处于发展早期，市场规模不大但潜力充足，投资机会往往跟随特定政策的出台以及市场风格变化出现。

- ✓ 低空经济：得到从上至下全方位支持，Global Info Research 预计 2026 年中国 eVTOL 产值有望超过 300 亿元，对应 2023-2026 年 CAGR 约 151%。考虑到低空经济相关产品研发周期较长，建议关注基本面向好与低空经济主题概念共振的非晶电机、碳纤维结构件、固态电池等材料及零部件标的。
- ✓ SAF：全球降碳政策加速落地实施，SAF 前景广阔，我们预计 2025 年 SAF 将迎来需求拐点，2030 年全球 SAF 需求将达 1500 万吨，市场规模将达 2266 亿元。技术与资质等限制下，我们预计 2025 年国内新增有效供给将不超过 50 万吨，盈利性有保障。此外，我们测算当前国内废弃油脂资源量在 1200 万吨以上，中短期看原料不会掣肘 SAF 的发展。
- ✓ 氢能：年内氢能政策明显提速，当前氢能产业中电解槽和燃料电池环节的增长潜力较大，我们预计 2025 年电解槽需求同比增长超 4 倍，2025 年燃料电池车销量翻倍。看好具有技术壁垒且未来有望实现国产替代的环节，包括碱性电解槽中的 PPS 隔膜、PEM 电解槽中的质子交换膜和催化剂以及燃料电池电堆中的质子交换膜、催化剂和气体扩散层。
- ✓ 合成生物学：国家层面生物制造产业行动计划出台在即，各地政策持续加码，合成生物学产业化加速，CB Insights 预计 2028 年全球合成生物学市场规模有望达到近 500 亿美元，对应 2023-2028 年 CAGR 约 24%。我们预计 2025 年合成生物学板块有望迎来业绩与政策共振的行情，看好平台型、业务延伸型、设备耗材型三类公司。

行业景气与格局改善方面，军工、半导体、核电、光伏等行业已经渡过最早的初创时期，投资机会主要由其产业内的景气变化和格局改善驱动，特定时间点相关材料受行业 β 驱动具备高增长潜力，行业利润或随格局改善而触底回升：

- ✓ 军工：随着新武器新装备的积极亮相，军工行业有望在前期不利因素消除后迎来快速发展，2025 年将迎来新一轮景气周期。军工材料领域有望持续受益于下游订单的复苏，以及新机型新装备的持续放量，重点关注钛材、高温合金、碳纤维等领域。

- ✓ 半导体：WSTS 预计全球半导体销售额在 2024 年实现 16.0%的增长后，2025 年有望维持高增，同比增速达到 12.5%，国产替代是长期主线。第三代半导体在功率器件中渗透率快速提升，Yole 预计碳化硅功率器件 2023-2029 年市场规模 CAGR 为 24%。需求景气带动相关材料增长，看好晶圆制造材料、设备零部件、先进封装材料、碳化硅衬底等领域。
- ✓ 核电：三代机组进入常态化审批，预计 2024 年起迎来核心零部件集中交付期，需求景气确立，核电零部件环节已经具备较为清晰的量利齐升逻辑，看好核电阀门、核电密封件、核电用控制棒等领域。
- ✓ 光伏：行业协会提出行业“防内卷”倡议，招标已现边际增长，行业竞争格局望改善，看好同时受益技术迭代的银浆、焊带、铝边框等领域。

第三类驱动主要是产品/技术的创新与迭代，看好固态电池、硅基负极、锂电回收、AI 手机、汽车轻量化、非晶电机、电子皮肤、萃取法钛白粉、丁二烯法己二腈等新产业、新技术、新趋势的发展带来相应的材料需求弹性。

- ✓ 固态电池：固态电池的研发和产业化取得了明显进展，EVTank 预计 2030 年全球固态/半固态电池出货量望达 614GWh，对应 2023-2030 年 CAGR 约 150%，电解质材料技术路线值得关注，看好 LLZO、MOFs、LiTFSI 等环节。
- ✓ 锂电：硅基负极可大幅提升锂电的充放电效率，我们预计 2026 年硅基负极的需求将达到 6-7 万吨，较 2023 年需求规模增长 1 倍以上，CVD 工艺值得关注。国家政策支持推动动力电池回收业务发展，目前国内在建或规划产能合计约为现有产能规模的 3 倍，三元电池回收产能结构性供给过剩，但磷酸铁锂电池回收能力稀缺。
- ✓ 散热材料：消费电子行业正迎来 AI 技术升级周期，功率提升驱动散热材料的发展新机会，我们预计 2027 年石墨膜和 VC 市场空间分别达到 168 和 174 亿元，2023-2027 年对应 CAGR 分别为 23.6%和 30.6%。
- ✓ 镁合金：是性能优异的汽车轻量化材料，减重效果明显，我们预计 2030 年全球汽车行业镁合金需求量为 119.5 万吨，对应 2023-2030 年 CAGR 为 16.5%。
- ✓ 非晶电机：新能源车驱动电机采用非晶定子铁芯能实现降低损耗和散热压力的效果，我们预计非晶电机产业化有望在未来 2 年取得突破，2025-2030 年全球新能源车非晶电机用非晶带材市场规模 CAGR 有望达到 129%。
- ✓ 电子皮肤：受益于医药设备和机器人产业化落地，Precedence Research 预计 2032 年全球电子皮肤市场规模望达 22.6 亿美元，对应 2022-2032 年 CAGR 超 17%，有望带动相关碳材料产业发展。
- ✓ 黑科技：当前海外高端钛白粉潜在替代空间较大，国内实现盐酸萃取法投产，产能释放成本降低的公司值得关注；当前己二腈国产化进程加速，行业利润有望重

新分配，建议关注获取利润能力提升的企业。

图 15：能源与材料产业（材料篇）2025 年投资全景图



资料来源：中信证券研究部绘制

医疗健康产业：2025 年将是底部布局最佳机会

回顾 2024 年，2024 年前三季度整体医药持仓到达历史最低位，体现出二级市场对整体产业处于转型和调整期的担忧，情绪处于明显低位。但产业中集采、控费等相关政策影响的拐点已现，差异化增长在 2024 年上半年体现的尤为明显，尤其是产品出海、创新产品的商业化兑现、国企降本增效、头部企业市占率提升等逻辑。医疗健康产业在 2024 年年底逐步走出了 2023 年三季度开启的近十年来最严厉的医疗反腐风暴，院端需求开始逐步步入常态，院内相关的药品和耗材也逐步随着手术量和门诊量的提升开始增长企稳，影响医疗健康产业板块最大估值因素的集采影响已经淡去。

展望 2025 年，在真正的后集采时代，优秀的产品力和创新力是驱动优秀公司业绩增长的关键所在。同时，需面对医保局继续强化集采扩面和医保控费的行业改革趋势并没有变化，预计 2025 年有更多的行业飞行检查，2026 年底前绝大部分城市落地 DRGs 的医保局改革任务。我们认为，医疗健康产业加速进入大破大立的新周期，集采后时代也是产

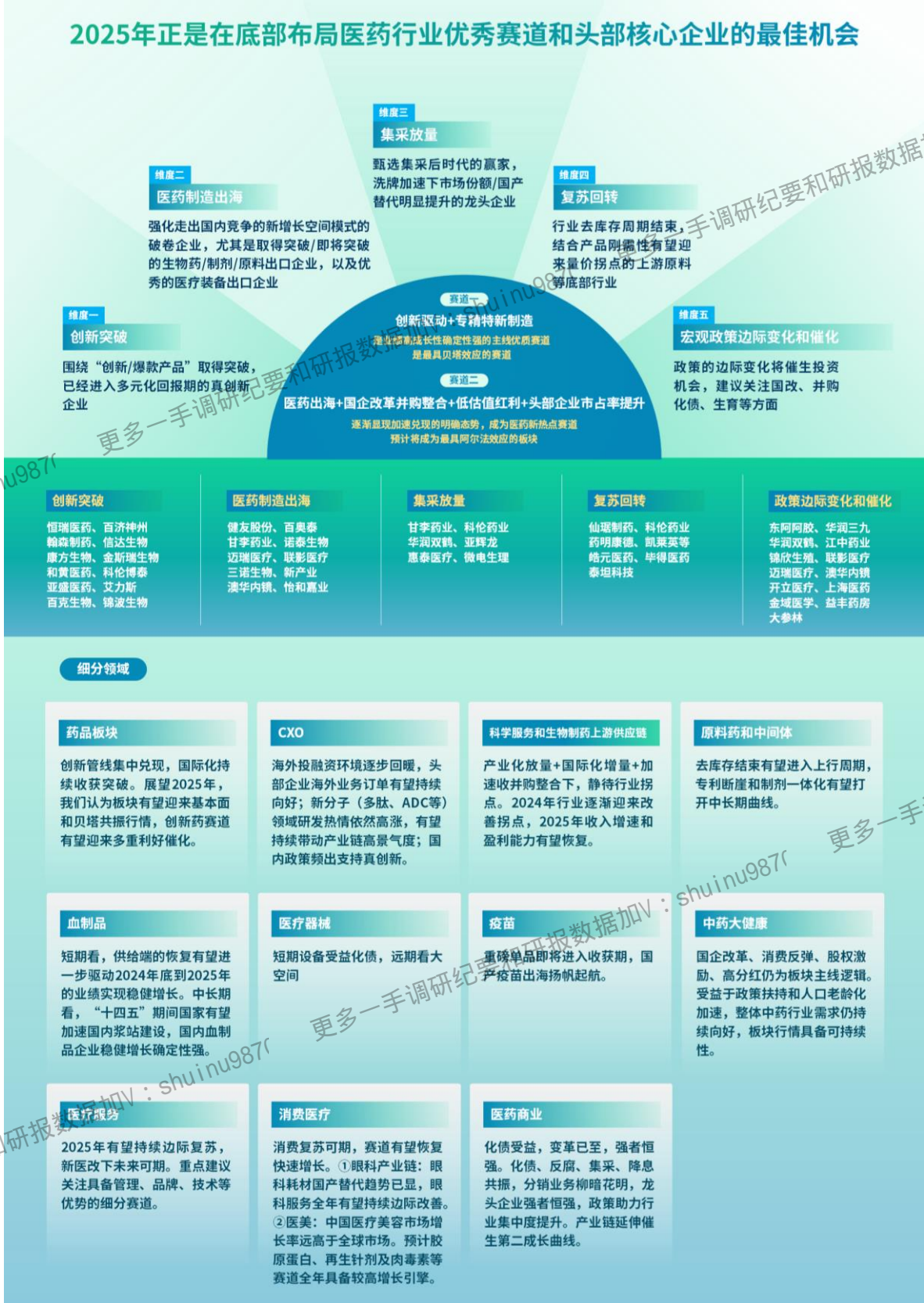
业加速出清的第一步。优胜劣汰下的整合、集中度提升、创新破卷等一系列趋势开始加速确立，同时也拉开了产业成长的新篇章。

国家对于鼓励医药创新的决心及 2024 年 3 月提出的医疗设备更新换代行动，是产业未来 3-5 年非常明确的催化剂落地方向。人口老龄化问题下的银发经济、人口出生率问题下的生育刺激经济等，是未来 5-10 年高确定性、“长坡厚雪”的赛道。全球医药创新和产业链正在快速发展，全球生物医药产业的投融资额和并购金额屡创新高，而逐渐崛起的中国医药创新产业链自然不会缺席，国际化成为产业的一大看点，这些都是产业高成长性的高确定性阿尔法。

因此，我们认为 2025 年正是底部布局产业优秀赛道和头部核心企业的最佳机会，我们一直强调的“创新驱动+专精特新制造”仍是业绩高成长性、强确定性的主线优质赛道，是最具贝塔效应的赛道。并且，“医药出海+国企改革并购整合+低估值、红利+头部企业市占率提升”也开始逐渐显现加速兑现态势，预计将成为最具阿尔法效应的赛道。建议从以下五个横向维度上围绕主线进行布局：

1. **创新突破**：围绕“创新/爆款产品”取得突破，已经进入多元化回报期的真创新企业。
2. **医药制造出海**：强化走出国内竞争的新增长空间模式的破卷企业，尤其是前期已经积极布局，陆续取得突破/即将突破的生物药/制剂/原料出口企业，及优秀的医疗装备出口企业。
3. **集采放量**：甄选集采后时代的赢家，洗牌加速下市场份额、国产替代明显提升的龙头企业。
4. **复苏回转**：行业去库存周期结束，结合产品刚需性有望迎来量价拐点的上游原料等底部行业。如已经出现了价格底部拐点/维持高位的部分中间体和原料，部分低值耗材代表公司；海外客户呈现复苏，在手订单逐季度恢复快速增长的 CXO 公司；行业价格战缓和，现金流和净利率持续改善/已经筑底的上游生命科学公司。
5. **宏观政策边际变化和催化**：在地方债、老龄化等宏观背景下，自上而下的宏观政策也正与时俱进。建议关注国改、并购化债、生育等方面。在目前监管大力鼓励并购和重组整合的大背景下，医药行业上市公司和细分赛道众多，2025 年料也会围绕行业热点产生大量的重组并购机会，值得重点关注。

图 16：医疗健康产业 2025 年投资全景图



资料来源：中信证券研究部绘制

金融产业：政策发力，前景可期

当前中国经济面临有效需求不足、社会预期偏弱、物价低位运行等问题，正是股票市场走弱的深层次原因。投资者期待宏观层面能够出台有份量的政策以扭转预期。因此，2024 年 9 月 26 日政治局会议果断决策，要求各地区各部门在有效落实存量政策的同时，围绕加大宏观政策逆周期调节、扩大国内有效需求、加大助企帮扶力度、推动房地产市场止跌回稳、提振资本市场等五个方面推出增量政策。

展望 2025 年，随着一揽子政策效果的显现，经济发展的活力和动力将进一步释放，市场信心将进一步增强。我们认为，金融各子行业将受益于稳增长经济政策，受益于实体经济复苏带来的金融需求增长，各个金融子板块均存在政策引导下的预期改善的投资机会：

- ✓ **银行：积极增配，收获高确定性。**银行股中长期价值提升，来自投资者重新搭建人民币大类资产投资框架下的逻辑演绎。低波稳健产品，对于权益价值的保护，是这一框架下资金的现实选择。当前阶段，需重新评估银行股的投资价值，积极收获政策红利成果。推荐两条主线：1. 红利主线仍有空间，高分红、高资本的大行更具配置价值；2. 增长主线贡献弹性，商业模式优秀的公司更有估值提升空间。
- ✓ **证券：围绕行业供给侧改革长线布局。**板块当前 A/H 股估值位于 2018 年以来的 52%/39%分位数，在 2024Q4 业绩有望显著改善，2025 年行业 ROE 可达 5.2% 的中性预期下，行业估值仍具备提升空间。长期看，围绕证券行业并购重组与国际化业务发展主线寻找投资机会。
- ✓ **保险：低利率是影响保险股投资逻辑的主要力量。**低利率驱使权益资产重定价，有利于保险公司增配权益资产，驱动保险股继续演绎贝塔行情，建议均衡配置主要上市保险股。从长期角度看，避免利差损风险是支持保险股估值的前提条件。
- ✓ **财富管理：针对客群需求选择优势平台。**面对资产保值增值的核心痛点，高客通过提高全球资产配置和跨资产类别的另类投资，实现与全球家办客户的对齐；大众客户则通过银行存款、银行理财、货基和债基、指数 ETF 投资和配置来实现养老金积累。在这个过程中受益的分别是银行私行、各种背景的家办、第三方平台和证券公司。
- ✓ **金融科技：“用户习惯+ETF 发展”强化生态优势。**由于用户线上化交易和理财习惯已经养成，以及双边网络效应，市场份额必然向头部集中。ETF 的快速发展在降低投顾门槛的同时，有利于推动散户机构化的进程。这些都在强化生态平台的竞争优势，提升其与传统金融机构的谈判力和盈利能力。

同时，我们对金融市场和金融行业做出**七方面政策展望**：

一是，保持货币信贷和社会融资规模合理增长。运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构增强信贷增长的稳定性和可持续性。

二是，合理把握利率水平，推动实体经济融资成本稳中有降。在美元利率下行周期实行以我为主的调控政策，保持利率水平与实现潜在经济增速的要求相匹配。

三是，夯实资本市场投融资协调发展基础。提高上市公司质量，引导耐心资本入市，激发并购重组市场活力，实现 IPO 常态化，通过严而有度的监管促使市场强本强基。

四是，持续加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度。通过精准有效的金融支持，推动资本要素向新质生产力领域聚集，持续做好金融“五篇大文章”。

五是，防范化解重点领域金融风险，切实维护金融稳定。加强中小金融机构监管，从供需两端改善房地产行业现金流，配合财政落实地方政府化债增量政策。

六是，稳步扩大金融领域制度型开放，提升跨境投融资便利化。持续推进市场、机构、产品全方位制度型开放，深化境内外市场互联互通，拓宽境外上市渠道。

七是，深化金融行业供给侧结构性改革。支持国有大型金融机构做优做强，当好服务实体经济的主力军和维护金融稳定的压舱石，鼓励中小金融机构开展特色化经营。

图 17：金融产业 2025 年投资全景图

展望2025年，各个金融子板块均存在政策引导下的预期改善的投资机会

银行	证券	保险	财富管理	金融科技
积极增配，收获高确定性	围绕行业供给侧改革长线布局	低利率是影响保险股投资逻辑的主要力量	针对客群需求选择优势平台	用户习惯+ETF发展强化生态优势
当前阶段，需要重新评估银行股的投资价值，积极收获政策红利成果	预计2024Q4业绩同比增速大幅回暖，2025年证券行业ROE有望达5.2%	培育耐心资本，重点看权益投资弹性	银行私行、各种背景的家办、第三方平台和证券公司受益	强化生态平台的竞争优势，提升其与传统金融机构的谈判力和盈利能力
主线一	长期看	股价角度	高客	用户习惯
红利主线仍有空间，高分红、高资本的大行更具配置价值	围绕证券行业并购重组与国际化业务发展长期主线进行布局	低利率驱动保险股继续演绎贝塔行情，建议均衡配置主要上市保险股	通过提高全球资产配置和跨资产类别的另类投资，来实现在全球家办客户的对齐	老客户服务+新用户获取兼具优势
招商银行、建设银行	中国银河、广发证券、华泰证券			
主线二	短期看	长期角度	大众客户	ETF发展
增长主线贡献弹性，商业模式优秀的公司更有估值提升空间	关注2024Q4展现业绩弹性，且当前估值较为合理的券商	避免利差损风险是支持保险股估值的前提条件	通过银行存款、银行理财、货基和债基、指数ETF来实现养老金积累	降低投顾门槛，扩大投资者群体
招商银行、宁波银行	华西证券、东北证券	中国人保、中国财险、友邦保险	蚂蚁集团、腾讯金融（未上市） 东方财富、中金公司、富途证券	蚂蚁集团、腾讯金融（未上市） 东方财富、同花顺、富途证券

资料来源：摄图网，中信证券研究部绘制

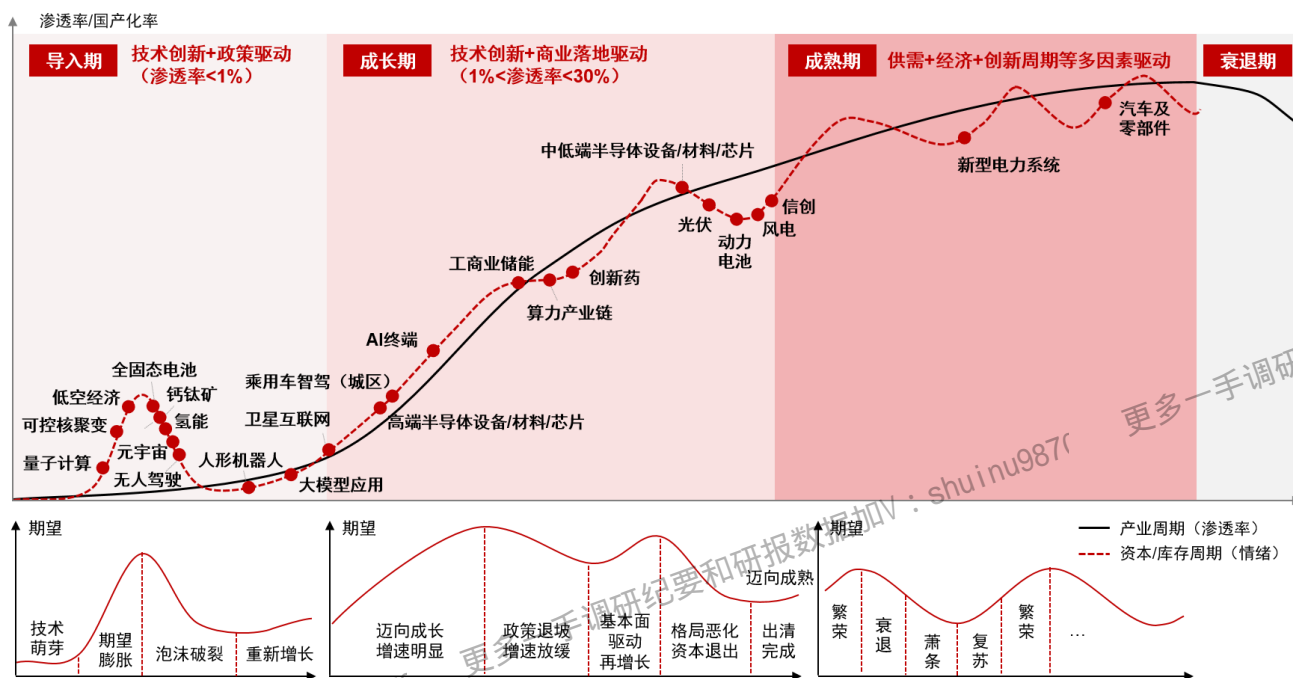
投资策略

A 股：建议关注三条重要赛道与结构性机遇

我们认为，2024 年 9 月以来的快速上涨只是未来马拉松行情的预演，而核心城市房价企稳和信用周期上行是年度马拉松行情的发令枪，A 股正站在年度级别马拉松行情的起跑线上，建议关注绩优成长、内需消费、并购重组三条重要赛道。

1. 绩优成长：关注预期强化的自主可控主线，以及技术驱动的新兴产业机遇。一是特朗普再次当选后，预计美国将继续对中国科技产业进行限制，自主可控主线预期或将持续强化，建议重点关注以**半导体先进制程及设备/材料/零部件**、**信创**为代表的核心供应链与卡脖子环节。二是建议关注发展新质生产力带来的产业升级投资机遇。综合考虑规模增速和产业阶段、确定性、市场空间、A 股参与度、商业模式等因素后，建议重点关注 **AI 终端、智能汽车、商业航天** 三大领域。

图 18：新兴产业周期图谱



资料来源：财联社，IDC，赛迪智库，IC Insights，中国电子材料行业协会，华经产业研究院，中信证券研究部预测

2. 内需消费：观察政策落地后的效果，配置从必选消费逐步拓展至可选消费。政策态度明确带动预期先行，内需消费板块在估值、机构持仓双低的背景下，配置价值抬升确定性高，行情持续性和上涨空间取决于后续政策落地后的具体效力。建议从 2024 年年末到 2025 年年中，在消费板块内的配置策略从攻守兼备逐渐递进到弹性品种：当前建议主要配置攻守兼备的**消费互联网**、低估值高回报且经营有望率先企稳的**乳制品、大众餐饮**等必需板块；而考虑预期先行带动的消费配置需求，顺周期特征明显的**餐饮供应链、酒类、人力资源服务、酒店**等行业有望突显弹性，建议逐步增配。

表 7：2024 年主要促进消费政策汇总

时间	部门	文件或内容
2024.03	国务院	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》
2024.04	中共中央政治局会议	要积极扩大国内需求，落实好大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案。要创造更多消费场景，更好满足人民群众多样化、高品质消费需要。要深入推进以人为本的新型城镇化，持续释放消费和投资潜力。
2024.07	发改委、财政部	《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》
2024.07	商务部、发改委、财政部、市场监管总局等部门办公厅	《关于进一步做好家电以旧换新工作的通知》
2024.08	商务部、发改委、工信部、公安部、财政部、生态环境部、税务总局	《关于进一步做好汽车以旧换新有关工作的通知》
2024.08	国务院	《关于促进服务消费高质量发展的意见》
2024.09	中共中央政治局会议	把促消费和惠民生结合起来，促进中低收入群体增收，提升消费结构；要加强低收入人口救助帮扶；要培育新型消费业态，支持和规范社会力量发展养老、托育产业，抓紧完善生育支持政策体系。
2024.10	发改委新闻发布会	把促消费和惠民生结合起来，促进中低收入群体增收，实施提振消费行动。加大对特定群体的支持力度；结合“两新”推动大宗商品消费持续扩大；扩大养老、托育等服务消费
2024.10	财政部新闻发布会	继续坚持精准施策、靶向发力，优化基础性政策机制安排，改善居民收入预期，激发消费潜能；用好专项资金、贷款贴息等工具，完善商贸流通体系，改善消费环境；发挥政府债券牵引作用，带动有效投资，扩大国内需求。
2024.10	国务院	《关于加快完善生育支持政策体系推动建设生育友好型社会的若干措施》
2024.12	中共中央政治局会议	要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求

资料来源：中国政府网，中信证券研究部

3. 并购重组：聚焦产业整合和新质生产力发展，关注两大方向。政策积极鼓励+产业高质量发展所需，并购重组满足当下政府、一级市场与二级市场的利益“最大公约数”，正迎来全新机遇。建议投资者把握两类机会：（1）以**产业链整合、做大做强**为导向的产业内并购重组，重点关注电子、医疗器械、汽车零部件等领域；（2）以**发展新质生产力、产业升级**为导向的跨产业并购，重点关注已公告“控制权变更”或实控人有体外资产的企业。

图 19：2023 年以来并购重组相关政策与重要会议



资料来源：中国政府网，各政府部委官网，上交所官网，深交所官网，证监会官网，中信证券研究部

2025 年既是“十四五”规划的收官之年，也是“十五五”规划的筹备之年，新一轮改革篇章即将开启。可关注科技创新、绿色发展、国企改革等方面的结构性机遇。

- ✓ **科技创新**：产业升级方面，预计低空经济、车路云、商业航天、算力信创等应用产业或得到政策扶持；自主可控方面，预计种业、工业母机、新材料、半导体、

基础软件等被海外“卡脖子”的基础产业将在政策大力支持下取得重要突破。民企参与方面，一系列的改革措施和制度安排旨在打破民营企业发展桎梏，预计民企科技创新主力军地位或将进一步巩固。

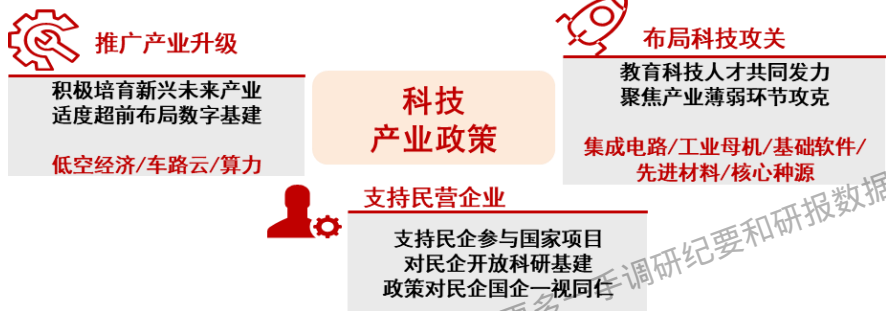
- ✓ **绿色发展：**预计低水平产能重复扩张将得到进一步约束，光伏、动力电池等行业产能过剩或将改善。预计《能源法》2025 年完成立法，为清洁能源转型提供制度保障，碳排放将替代能耗成为唯一约束性指标。
- ✓ **国企改革：**并购重组成为央国企增强核心竞争力、加快布局战略性新兴产业的重要手段，建议关注央国企推进国有经济布局优化的“加减乘除”四条路径：1. 善做加法：新央企组建、专业化整合、同业竞争削弱。2. 敢做减法：聚焦主责主业，推动资产划转，做好“退”文章。3. 巧做乘法：积极布局新质生产力，充分发挥央国企的“乘数效应”。4. 会做除法：切换赛道，助力产投，破除一级市场“堰塞湖”难题。

表 8：“十四五”时期经济社会发展主要量化指标完成情况

类别	指标	2023 年底指标值	总体完成情况评估
经济发展	1.GDP 增长（%）	2021-2023 年分别为 8.4%、3.0%和 5.2%	基本符合预期
	2.全员劳动生产率增长（%）	2021-2023 年分别为 8.7%、4.2%和 5.7%	基本符合预期
	3.常住人口城镇化率（%）	66.2%	提前实现
创新驱动	4.全社会研发经费投入增长（%）	2021-2023 年分别为 14.6%、10.1%和 8.4%	快于预期
	5.每万人口高价值发明专利拥有量（件）	12.9	提前实现
	6.数字经济核心产业增加值占 GDP 比重（%）	10.0%左右	快于预期
民生福祉	7.居民人均可支配收入增长（%）	2021-2023 年分别为 8.1%、2.9%和 6.1%	基本符合预期
	8.城镇调查失业率（%）	2021-2023 年均值分别为 5.1%、5.6%和 5.2%	基本符合预期
	9.劳动年龄人口平均受教育年限（年）	11.1	基本符合预期
	10.每千人口拥有执业（助理）医师数（人）	3.4	提前实现
	11.基本养老保险参保率（%）	【95.0%以上】	提前实现
	12.每千人口拥有 3 岁以下婴幼儿托位数（个）	2021 年数据为 2.0	滞后预期
	13.人均预期寿命（岁）	78.6	提前实现
绿色生态	14.单位 GDP 能源消耗降低（%）	【7.3】	滞后预期
	15.单位 GDP 二氧化碳排放减少（%）	2021 年减少 3.8%	滞后预期
	16.地级及以上城市空气质量优良天数比率（%）	85.5%	滞后预期
	17.地表水达到或好于 III 类水体比例（%）	89.4%	提前实现
	18.森林覆盖率（%）	【24.0%】	快于预期
安全保障	19.粮食综合生产能力（亿吨）		基本符合预期
	20.能源综合生产能力（亿吨标准煤）		提前实现

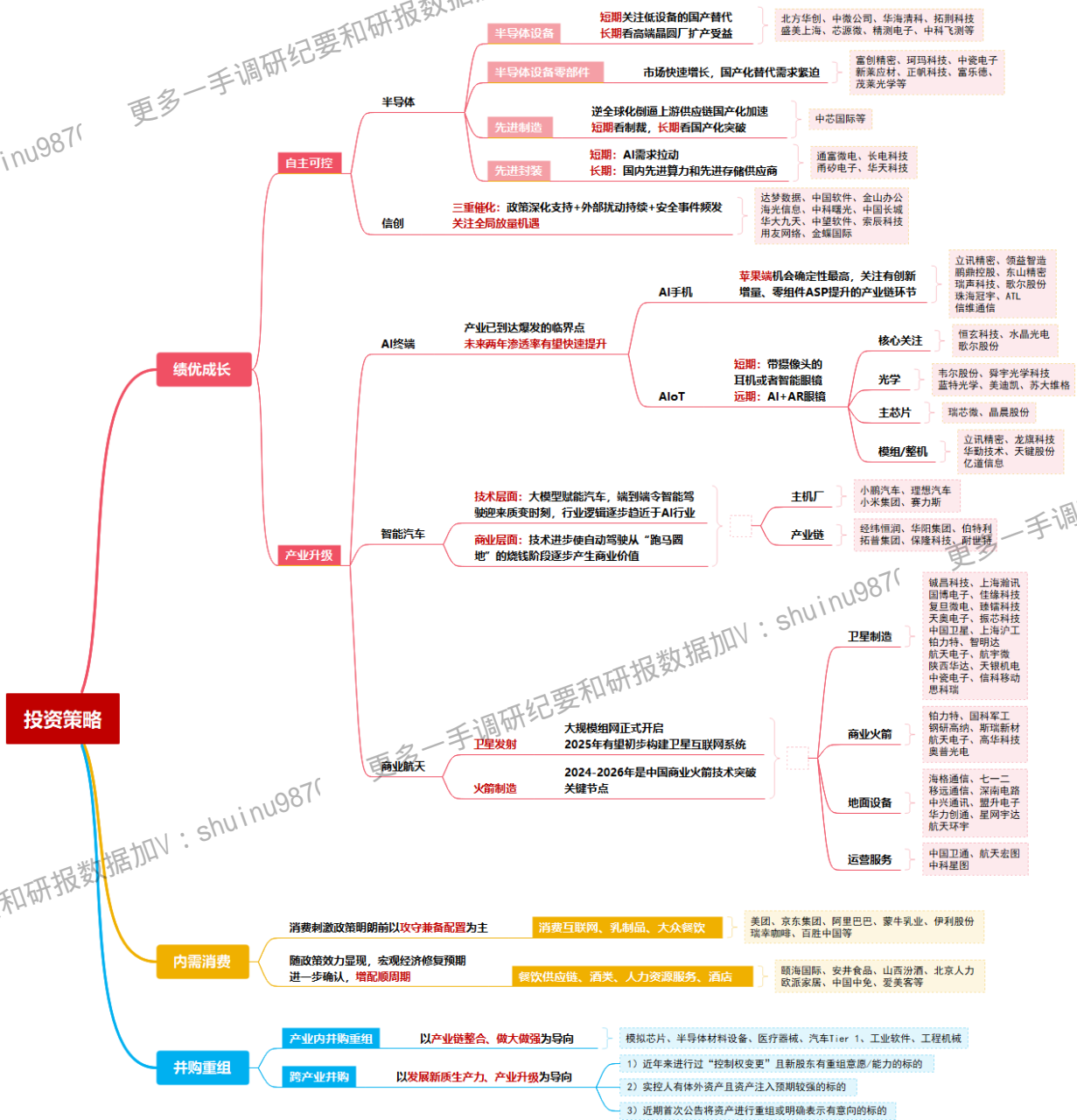
资料来源：Wind，中国政府网，发改委官网，生态环境部官网，人力资源和社会保障部官网，国家统计局官网，新华社，中国新闻网，人民邮电报，2023 年我国卫生健康事业发展统计公报，澎湃新闻。注：【】内为 2022 年数据；[]内为 2021-2023 年累计数；根据新华社报道，截至 2024 年 6 月，我国每万人口高价值发明专利拥有量达 12.9 件，这个指标是截至 2024 年 6 月，其余数据分别截至 2023 年末、2022 年末或者 2021 年末

图 20：展望 2025 年科技产业政策发力的三大方向



资料来源：中信证券研究部绘制

图 21：马拉松行情中，绩优成长、内需消费、并购重组将成为三条重要赛道



资料来源：中信证券研究部

美股：增长动能延续，增量资金充裕

随着美国大选尘埃落定，当前美股估值高企，但 2025 年美股的整体盈利预计维持高速增长，且业绩复苏也将从科技股逐步扩散至其他行业。虽然潜在的流动性向下拐点或导致美股阶段性回调，但在基本面将延续强劲增长且增量资金也较为充裕的背景下，我们对美股在 2025 年的整体表现较为乐观。

行业配置上，建议关注四条主线：1. 增长依旧强劲且估值相对合理的信息技术；2. 具备高股息属性以及 AI 产业链推升能耗需求上行的公用事业；3. 治疗肥胖与阿兹海默的药品迎来高增的医疗保健；4. 预计受益于监管放松的金融业。

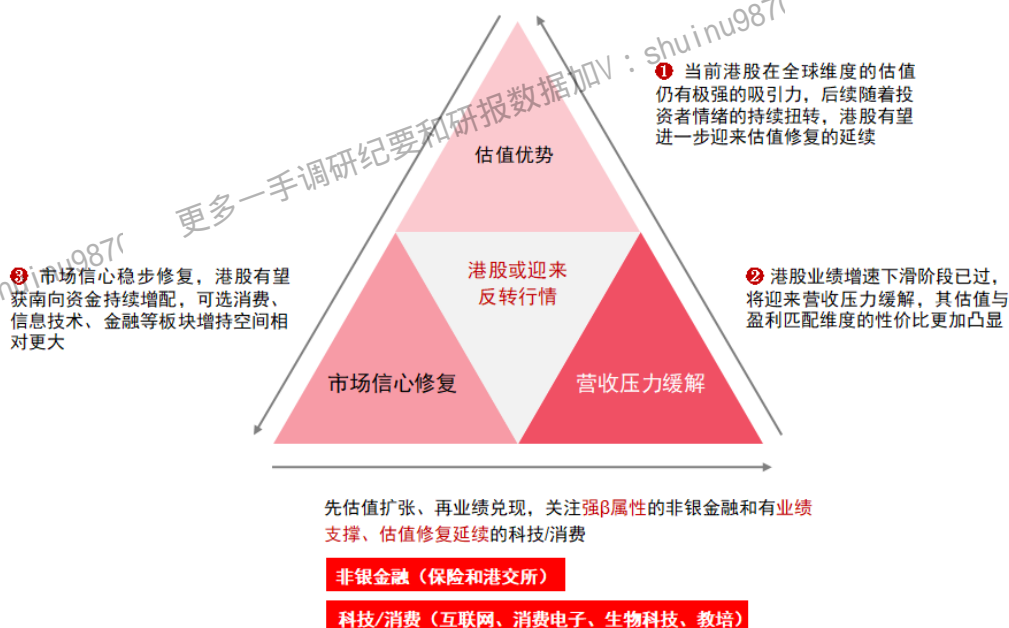
港股：迎接反转行情

2024 年以来，在我国一系列政策推出下，港股的交投环境已有显著改善，悲观情绪出现逆转。而即便经历了近期的强劲上涨，当前港股在全球维度的估值仍有极强的吸引力。尤其是 2025 年港股主要宽基指数营收增速预期均较 2024 年有所提升、业绩压力明显缓解的背景下，其估值与盈利匹配维度的性价比更加凸显。

往后看，随着南向资金在港股市场中的“话语权”持续抬升，其偏好配置的成长及金融板块或将迎来更好的流动性支撑。此外，我们判断未来人民币兑美元汇率的走势将主要由两国经济基本面的相对变化所驱动，也无需过度担忧外资或因潜在的贸易扰动而持续流出港股市场。

展望 2025 年，随着我国一系列政策逐步落地、投资者预期持续改善，我们判断港股将迎来反转行情，建议关注：1. 强 β 属性的非银金融，尤其是保险和港交所；2. 科技及消费板块有望迎来持续的估值修复行情，包括互联网、消费电子、生物科技和教培等。

图 22：2025 年港股或迎来反转行情



资料来源：中信证券研究部预测、绘制

FICC 投资策略

利率债：预计 2025 年利率中枢仍在波动中下行。前期增量政策效果显现及稳增长政策预期下，2024 年底至 2025 年初 10 年期国债利率或维持在 2.0%以上运行；此后料将重回趋势性下行，最低点或接近 1.6%~1.8%；2025 年三季度或开始转为震荡或小幅回升。

信用债：展望 2025 年，财政积极化债的基调下，信用债配置选择也将继续围绕化债推进对于政府信用和企业信用的渐进修复作用。建议优先关注受化债作用提振明显的中低资质城投债和建工类企业债券，以及资本充足率稳定的银行次级债。美元债和点心债配置性价比仍高。

可转债：随着全市场加权转股溢价率回到适中水平叠加股票市场波动加大，转债市场期权价值有望回升，整体配置价值凸显。其次，高价转债的转股溢价率和低价转债的纯债溢价率处于历史较低分位数，二者的风险收益特征正在靠拢，均需被重视。再次，转债市场供给减少的背景下估值有望走向扩张，高波动的正股市场或推动转债量化策略回归。行业层面建议重点关注化债相关、提振内需、科技 TMT、产能出清四条主线。

资管市场：
1. 商业银行：负债成本是影响其配债积极性的核心因素，随着新一轮存款降息的快速推进，三季度债市调整过后，银行增配债券的空间重新打开，但年末自营部门配债积极性或边际收敛，叠加财政扰动尚未“尘埃落定”，我们认为 2025 年年初有望再次看到“小行买债”行情的演绎。
2. 债券基金：中长期维度下，我国利率中枢仍处于下行通道，参考欧美市场的经验，资本利得助推下债基市场规模仍有增长空间。
3. 银行理财：在央行明确的降息态度下，长期来看，存款降息节奏加快，理财性价比持续凸显，2025 年规模回暖再创新高是大概率事件，资产荒之下，对短端信用债仍有较强支撑。
4. 保险机构：我们预计 2025 年险资运用规模仍有较大的增长空间，对长久期债券的配置需求将继续增长，但在政策号召下，有望看到更多增量资金涌入权益市场，银行、公用事业等红利高股息品种预计仍会是其核心偏好板块。

表 9：2025 年 FICC 投资策略展望

类别	2025 年 FICC 投资策略展望
	利率中枢或在波动中下行
利率债	<ul style="list-style-type: none">2024 年末至 2025 年初，预计 10 年期国债利率位于 2.0%~2.3%区间运行随着全年政策基调确定以及政府债券逐步发行，10 年期国债利率料将重回趋势性下行，最低点或接近 1.6%~1.8%，或从 25Q3 开始转为震荡或小幅回升
	票息为王，开启化债新周期
信用债	<ul style="list-style-type: none">信用市场波动加剧，票息策略的性价比明显更高化债工作进入新阶段，配置选择继续围绕化债推进对于政府和企业信用的渐进修复作用关注：① 中低资质城投债和建工类企业债券；② 银行次级债；③ 美元债和点心债
可转债	波动中机遇可期

	<ul style="list-style-type: none">转债市场期权价值有望回升，整体配置价值凸显高价转债的转股溢价率和低价转债的纯债溢价率处于历史较低分位数，二者的风险收益特征正在靠拢估值有望走向扩张，高波动的正股市场或推动转债量化策略回归关注：① 化债相关；② 提振内需；③ 科技 TMT；④ 产能出清
资管市场	<ul style="list-style-type: none">商业银行：2025 年年初有望再次看到“小行买债”行情的演绎债券基金：中长期维度下我国利率中枢仍处于下行通道，资本利得助推下债基市场规模仍有增长空间银行理财：2025 年规模回暖再创新高是大概率事件，资产荒之下对短端信用债仍有较强支撑保险机构：预计 2025 年险资运用规模仍有较大增长空间，对长长期债券的配置需求将继续增长，银行、公用事业等红利高股息品种预计仍会是其核心偏好板块

资料来源：中信证券研究部预测、绘制

■ 风险因素

地缘政治摩擦加剧风险；全球流动性不及预期；汇率大幅波动风险；美联储降息幅度不及预期；宏观经济复苏不及预期风险；政策推出进度、实施效果不及预期；国内消费市场复苏进度不及预期；资本市场大幅波动，A 股市场成交额下滑风险；财政政策放量出台，货币政策大幅收紧，理财、基金等产品净值出现较大亏损，资管市场负债波动加剧，资金面快速收紧；国内外需求复苏不及预期；自然灾害风险。

带量采购风险；一级市场生物制药企业融资热度下降风险；高值耗材降价力度和集采进度超预期风险；创新药临床研发失败风险；医疗服务医保政策风险；医疗事故风险。通用制造业板块结构性分化风险加剧；部分地区本土化生产加速影响出口市场；通用制造业复苏低于预期；下游板块景气度不及预期；周期类设备周期发展不及预期；发达国家衰退压制出口的风险；核心零部件受制进口的风险；新增光伏装机不及预期；新增风电装机不及预期；硅料投产速度不及预期；电力系统投资不及预期；储能、充电桩等推广速度不及预期；电力设备出海不及预期等。各国竞争加速导致部分资源稀缺；企业产能扩张不及预期；军队武器装备建设与采购低于预期；军工领域国企改革不达预期等。地产销售复苏不及预期；海外需求不及预期；行业竞争加剧等。产品价格波动风险；原材料、物流价格大幅上涨风险；境内外政策超预期风险；行业竞争加剧；食品安全问题；对外投资风险；技术研发风险；成本费用管控不及预期；企业业务或产能拓张不及预期；头部主播负面舆情风险；大客户压价风险等。商品价格大幅下跌的风险；上游供给增长速度超预期；企业海外资产的经营风险；企业新增产能建设进度不及预期；安监、环保形势严峻程度超预期的风险。技术进步引起行业格局剧烈变化；下游需求不及预期；行业资本开支力度不及预期；产业景气恢复不及预期；海外对我国半导体等行业限制加码；技术突破不及预期等。我们提示投资人应充分重视外部地缘政治环境变化和贸易摩擦加剧给科技产业投资带来的风险。美国潜在关税和贸易政策的出台可能导致国内光模块、锂电池、汽车整车和零部件等科技产品对北美出口受阻或产品竞争力减弱；地缘政治的变化可能导致中国大陆的 IC 设

计公司无法使用位于海外的晶圆代工厂先进制程产能进行流片。同时我们亦提示：宏观经济恢复进度不及预期；相关产业政策不达预期的风险；美联储降息进度不及预期；企业核心技术、产品研发进展不及预期；AI 应用落地速度不及预期；云厂商资本支出不及预期等风险。房地产复苏不及预期或房价大幅波动；利率大幅波动或信用风险超预期；监管与行业政策超预期变化，资本市场改革不及预期；资产质量超预期恶化；投行业务股权融资规模下滑风险；投资业务亏损风险；代理人脱落；保单销售低迷；巨灾损失超预期；居民投资资管产品意愿保持低位；行业竞争加剧超预期。未来业绩负增长、账面净资产高于重估净资产的风险；航司机队、基地扩张不及预期；人工成本快速攀升；油价大幅上涨；政策出台速度过于缓慢；部分房地产企业存货质量偏低，库存去化困难，盈利继续下滑的风险；若我国房地产开发、基础设施投资等不及预期，水泥行业承压的风险；消费建材公司业务市占率提升不及预期的风险。

以上具体内容（包括相关风险提示等）详见报告：

2024-11-11 | 《2025 年宏观与政策展望—轻装再上阵》，作者：杨帆,于翔,遥远,玛西高娃,刘春彤,王希明,郑辰,任柳蓉,窦子豪,危思安,张黎阳
2024-11-12 | 《2025 年海外宏观与大类资产配置展望—美国大选后的“变”与“不变”》，作者：崔嵘,李翀,贾天楚,联系人：徐广鸿,王一涵
2024-11-11 | 《A 股市场 2025 年投资策略—站上起跑线》，作者：秦培景,袁翔,杨帆,明明,崔嵘,于翔,遥远,杨家骥,李世豪,玛西高娃,刘春彤,周成华,王希明,彭阳,联系人：徐广鸿
2024-11-11 | 《港股市场 2025 年度策略—迎接反转行情》，作者：联系人：徐广鸿,王一涵
2024-11-13 | 《美股市场 2025 年投资策略—增长动能延续，增量资金充裕》，作者：联系人：徐广鸿,王一涵,崔嵘,李翀
2024-11-12 | 《信用债 2025 年投资策略—开启化债新周期》，作者：明明,李晗,徐烨烽,俞柯帆
2024-11-12 | 《可转债 2025 年投资策略—期权价值回归，波动创造机遇》，作者：明明,余经纬,李天雄
2024-11-11 | 《利率债 2025 年投资策略—辨材需待，顺时而动》，作者：明明,章立聪,周成华,彭阳,秦楚媛,丘远航,史雨洁,周昀锋,王楠茜,赵诣
2024-11-11 | 《2025 年全球大类资产配置策略—革故鼎新，否极泰来》，作者：明明,余经纬
2024-11-11 | 《资管市场 2025 年投资策略—宠辱不惊，或跃在渊》，作者：明明,章立聪,史雨洁,杨宏宇
2024-11-13 | 《科技产业 2025 年投资策略—跨越智能元年，关注复苏下新质生产力机遇》，作者：许英博,徐涛,杨泽原,尹欣驰,黄亚元,王冠然,丁奇,胡叶倩雯,陈俊云
2024-11-13 | 《消费产业 2025 年投资策略—预期先行，静候拐点》，作者：姜娅,李鑫,盛夏,徐晓芳,冯重光,杨清朴
2024-11-20 | 《制造产业 2025 年投资策略—内需复苏，自主可控》，作者：刘海博,纪敏,付宸硕,华鹏伟,李越
2024-12-01 | 《商业航天行业跟踪点评—长征十二号首发成功，航天商业化开启新征程》，作者：付宸硕,陈卓,刘意,张清源
2024-11-13 | 《能源与材料产业 2025 年投资策略—把握三条投资主线，布局材料成长机遇》，作者：王喆,李超,敖翀,祖国鹏,唐川林
2024-11-12 | 《基础设施与现代服务产业 2025 年投资策略—减轻市场主体负担，扭转缩表恶性循环》，作者：陈聪,李想,孙明新,扈世民
2024-11-10 | 《金融产业 2025 年投资策略—政策发力，前景可期》，作者：田良,肖斐斐,邵子钦,彭博,童成墩,陆昊,林楠,薛姣,林永健,李鑫
2024-11-12 | 《医疗健康产业 2025 年投资策略—创新趋势已突显，抓住行业确定性的阿尔法》，作者：陈竹,韩世通,宋硕,曾令鹏,沈睦钧,王凯旋,唐寅灏,袁聪敏,蒋罗昕,顾资然,李文涛,张斌斌
2024-11-07 | 《电池与能源管理行业 2025 年投资策略—重整旗鼓再出发》，作者：吴威辰,许英博,尹欣驰,李景涛,王喆,敖翀,拜俊飞,汪浩,柯迈,於学鑫
2024-10-21 | 《电子行业投资策略专题—攻守兼备，聚焦 AI 创新、内需复苏、国产自立》，作者：徐涛,胡叶倩雯,雷俊成,梁楠,王子源,夏胤磊,程子盈
2024-11-08 | 《能源与材料产业 2025 年投资策略（商品篇）—需求复苏渐入佳境，盈利向上弹性可期》，作者：王喆,敖翀,祖国鹏,唐川林,拜俊飞
2024-11-12 | 《金融产业财富管理行业 2025 年投资策略—高客全球化配置&大众指数化投资》，作者：邵子钦,薛姣,林永健,田良,童成墩,陆昊,张君陶
2024-11-12 | 《非银行金融行业证券行业 2025 年投资策略—资本市场改革有序落地，基本面具备腾飞契机》，作者：田良,陆昊,张君陶,邵子钦,童成墩,薛姣,林永健
2024-11-11 | 《金融产业金融科技行业 2025 年投资策略—“用户习惯+ETF 发展”强化生态优势》，作者：邵子钦,薛姣,林永健,田良,童成墩,陆昊,张君陶
2024-12-22 | 《非银行金融行业保险行业 2025 年投资策略—更低利率，预计延续 2024 年风格》，作者：童成墩,薛姣,田良,邵子钦,陆昊,林永健
2024-11-06 | 《房地产行业 2025 年投资策略—政策支持的止跌攻坚战，周期赋能的龙头成长季》，作者：陈聪,张全国,刘河维,王天瑜,朱翀佚,李俊波
2024-11-11 | 《基础材料与工程服务行业 2025 年投资策略（基础材料篇）—供给侧为全年博弈关键点》，作者：孙明新
2024-11-08 | 《基础材料与工程服务行业 2025 年投资策略（工程服务篇）—总量困境反转，细分赛道的大机遇》，作者：孙明新,李家明
2024-11-21 | 《基础材料与工程服务行业 2025 年投资策略（消费建材篇）—利润率与估值水平迎来均值回归》，作者：孙明新,冷威

资料来源：中信证券研究部

■ 相关研究

《主题（2024 年第 27 期）—11 月经济数据解读》	2024-12-18
《主题（2024 年第 26 期）—9-10 月首次覆盖速览》	2024-11-22
《主题（2024 年第 25 期）—10 月经济数据解读》	2024-11-19
《主题（2024 年第 24 期）—9 月经济数据解读》	2024-10-22
《主题（2024 年第 23 期）—政策提振信心，A 股磨底进程望加速》	2024-9-30
《主题（2024 年第 22 期）—8 月经济数据解读》	2024-9-18
《主题（2024 年第 21 期）—7-8 月首次覆盖速览》	2024-9-11
《主题（2024 年第 20 期）—7 月经济数据解读》	2024-8-16
《主题（2024 年第 19 期）—6 月经济数据解读》	2024-7-18
《主题（2024 年第 18 期）—2024 下半年投资全景图》	2024-7-11
《主题（2024 年第 17 期）—5 月经济数据解读》	2024-6-20
《主题（2024 年第 16 期）—从财报盘点看当下投资方向》	2024-6-11
《主题（2024 年第 15 期）—全面解读“节能降碳”》	2024-6-7
《主题（2024 年第 14 期）—地产新政解读及投资机会梳理》	2024-5-24
《主题（2024 年第 13 期）—3-4 月首次覆盖速览》	2024-5-23
《主题（2024 年第 12 期）—4 月经济数据解读》	2024-5-21
《主题（2024 年第 11 期）—3 月经济数据解读》	2024-4-17
《主题（2024 年第 10 期）—详解“低空经济”：新质生产力系列之三》	2024-4-11
《主题（2024 年第 9 期）—设备更新&以旧换新：新质生产力系列之二》	2024-3-27
《主题（2024 年第 8 期）—2 月经济数据解读》	2024-3-20
《主题（2024 年第 7 期）—卫星互联网：新质生产力系列之一》	2024-3-14
《主题（2024 年第 6 期）—1-2 月首次覆盖速览》	2024-3-14
《主题（2024 年第 5 期）—“央国企市值管理”投资指南》	2024-3-8
《主题（2024 年第 4 期）—消费热度观察》	2024-2-23
《主题（2024 年第 3 期）—AI 投资指南》	2024-2-21
《主题（2024 年第 2 期）—2023 年 12 月经济数据解读》	2024-1-19
《主题（2024 年第 1 期）—2023 年 11-12 月首次覆盖速览》	2024-1-11

■ 中信证券研究部

陈聪 执业证书编号：S1010510120047	肖斐斐 执业证书编号：S1010510120057	秦培景 执业证书编号：S1010512050004	祖国鹏 执业证书编号：S1010512080004
姜延 执业证书编号：S1010510120056	刘方 执业证书编号：S1010513080004	林小驰 执业证书编号：S1010510120031	许英博 执业证书编号：S1010510120041
李鑫 执业证书编号：S1010510120016	田良 执业证书编号：S1010513110005	邵子钦 执业证书编号：S1010513110004	刘海博 执业证书编号：S1010512080011
赵文荣 执业证书编号：S1010512070002	李想 执业证书编号：S1010515080002	王兆宇 执业证书编号：S1010514080008	童成敏 执业证书编号：S1010513110006
王喆 执业证书编号：S1010513110001	张若海 执业证书编号：S1010516090001	徐晓芳 执业证书编号：S1010515010003	章立聪 执业证书编号：S1010514110002
杨帆 执业证书编号：S1010515100001	张全国 执业证书编号：S1010517050001	敖翀 执业证书编号：S1010515020001	余经纬 执业证书编号：S1010517070005
盛夏 执业证书编号：S1010516110001	杨泽原 执业证书编号：S1010517080002	崔嵘 执业证书编号：S1010517040001	胡叶倩雯 执业证书编号：S1010517100004
陈俊云 执业证书编号：S1010517080001	徐涛 执业证书编号：S1010517080003	顾晨曦 执业证书编号：S1010517110001	王冠然 执业证书编号：S1010519040005
彭家乐 执业证书编号：S1010518080001	李晗 执业证书编号：S1010517030002	杨清朴 执业证书编号：S1010518070001	唐川林 执业证书编号：S1010519060002
林劭 执业证书编号：S1010519040001	明明 执业证书编号：S1010517100001	袁翔 执业证书编号：S1010518080002	肖昊 执业证书编号：S1010519070002
扈世民 执业证书编号：S1010519040004	汪浩 执业证书编号：S1010518080005	周成华 执业证书编号：S1010519100001	于翔 执业证书编号：S1010519110003
郑一鸣 执业证书编号：S1010519120002	薛姣 执业证书编号：S1010518110002	顾训丁 执业证书编号：S1010519110002	李超 执业证书编号：S1010520010001
纪敏 执业证书编号：S1010520030002	尹欣驰 执业证书编号：S1010519040002	丁奇 执业证书编号：S1010519120003	陆昊 执业证书编号：S1010519070001
雷俊成 执业证书编号：S1010520050003	冯重光 执业证书编号：S1010519040006	黄亚元 执业证书编号：S1010520040001	张惟诚 执业证书编号：S1010520080007
汤学章 执业证书编号：S1010520090006	彭博 执业证书编号：S1010519060001	李世豪 执业证书编号：S1010520070004	梁楠 执业证书编号：S1010520090005
玛西高娃 执业证书编号：S1010520100001	孙明新 执业证书编号：S1010519090001	付宸硕 执业证书编号：S1010520080005	郭韵 执业证书编号：S1010520100003
汤可欣 执业证书编号：S1010520120002	商力 执业证书编号：S1010520020002	陈旺 执业证书编号：S1010520090003	潘儒琛 执业证书编号：S1010520110001
沈懿钧 执业证书编号：S1010521010006	华夏 执业证书编号：S1010520070003	唐栋国 执业证书编号：S1010520100002	李景涛 执业证书编号：S1010520120003
李越 执业证书编号：S1010521010008	刘春彤 执业证书编号：S1010520080003	宋硕 执业证书编号：S1010520120001	冷威 执业证书编号：S1010521050005
徐烨烽 执业证书编号：S1010521050002	刘易 执业证书编号：S1010520090002	陈卓 执业证书编号：S1010521010004	王涛 执业证书编号：S1010521060002
彭阳 执业证书编号：S1010521070001	何旺岚 执业证书编号：S1010520120005	杨家骥 执业证书编号：S1010521040002	田鹏 执业证书编号：S1010521010003
李鹏 执业证书编号：S1010521070005	刘济玮 执业证书编号：S1010521010002	王希明 执业证书编号：S1010521040001	李子俊 执业证书编号：S1010521080002
王亦琛 执业证书编号：S1010521080003	华鹏伟 执业证书编号：S1010521010007	蒋玮 执业证书编号：S1010521050004	遥远 执业证书编号：S1010521090003
夏胤磊 执业证书编号：S1010521080005	柯迈 执业证书编号：S1010521050003	吴威辰 执业证书编号：S1010521060001	廖原 执业证书编号：S1010522030004
丘远航 执业证书编号：S1010521090001	刘笑天 执业证书编号：S1010521070002	黄耀庭 执业证书编号：S1010521060003	赵新宇 执业证书编号：S1010522050001
朱奕彰 执业证书编号：S1010521090004	拜俊飞 执业证书编号：S1010521070006	王聪 执业证书编号：S1010522020001	王博隆 执业证书编号：S1010522050005
王丹 执业证书编号：S1010521110002	王子源 执业证书编号：S1010521090002	韩世通 执业证书编号：S1010522030002	董军韬 执业证书编号：S1010522090003
王一涵 执业证书编号：S1010522050002	杜一帆 执业证书编号：S1010521100002	郑辰 执业证书编号：S1010522040003	魏鹏程 执业证书编号：S1010522090007
贾凯方 执业证书编号：S1010522080001	周家禾 执业证书编号：S1010522040002	刘意 执业证书编号：S1010522050004	史周 执业证书编号：S1010522100003
武平乐 执业证书编号：S1010522080002	张强 执业证书编号：S1010522050003	郑逸坤 执业证书编号：S1010522060001	刘锐 执业证书编号：S1010522110001
宋广超 执业证书编号：S1010522090005	马庆刘 执业证书编号：S1010522090001	李家明 执业证书编号：S1010522070001	王凯旋 执业证书编号：S1010522120001
陈竹 执业证书编号：S1010516100003	伍家豪 执业证书编号：S1010522090002	任杰 执业证书编号：S1010522100002	李翀 执业证书编号：S1010522100001
连一席 执业证书编号：S1010523020002	李振寰 执业证书编号：S1010523010001	秦楚媛 执业证书编号：S1010523020001	程子盈 执业证书编号：S1010523030002
李康威 执业证书编号：S1010523040001	常欣仪 执业证书编号：S1010523020003	沈思越 执业证书编号：S1010523030001	罗寅 执业证书编号：S1010523050001
蔡慎志 执业证书编号：S1010523060001	刘河维 执业证书编号：S1010523030004	康凯 执业证书编号：S1010523030005	李雷 执业证书编号：S1010523070001
陆竑 执业证书编号：S1010523100001	王诗然 执业证书编号：S1010523040002	高飞翔 执业证书编号：S1010523060003	胡爽 执业证书编号：S1010521100001
周昀锋 执业证书编号：S1010523110002	江旭东 执业证书编号：S1010523060002	黄元夕 执业证书编号：S1010523060004	张政 执业证书编号：S1010523090002
单竹岭 执业证书编号：S1010523100004	林楠 执业证书编号：S1010523090001	侯苏洋 执业证书编号：S1010523080001	周宇迪 执业证书编号：S1010523100005
杨淼杰 执业证书编号：S1010524010001	史雨洁 执业证书编号：S1010523100002	张昕玥 执业证书编号：S1010523100003	曾令鹏 执业证书编号：S1010523100006
李可扬 执业证书编号：S1010524040006	袁子豪 执业证书编号：S1010523110001	朱昱鋆 执业证书编号：S1010524030004	周荣炎 执业证书编号：S1010524040004
王加熊 执业证书编号：S1010524030005	任柳蓉 执业证书编号：S1010524030002	齐月 执业证书编号：S1010524040005	郭佳昕 执业证书编号：S1010524020001
皮舜 执业证书编号：S1010524050001	王楠茜 执业证书编号：S1010524020002	张子辰 执业证书编号：S1010524040003	季述邴 执业证书编号：S1010524060001
杨宏宇	张琳	李鑫	贾天楚

执业证书编号：S1010524040001	执业证书编号：S1010524060003	执业证书编号：S1010524030003	执业证书编号：S1010524040002
朱翀佚	安家正	林永健	车宇璇
执业证书编号：S1010524060002	执业证书编号：S1010524080002	执业证书编号：S1010524030001	执业证书编号：S1010524080012
张清源	黎刘定吉	李俊波	李天雄
执业证书编号：S1010524020003	执业证书编号：S1010524090004	执业证书编号：S1010524080020	执业证书编号：S1010524080024
孙竟耀	黄杰	赵诣	唐寅灏
执业证书编号：S1010524080014	执业证书编号：S1010524080021	执业证书编号：S1010524090005	执业证书编号：S1010524090006
蒋罗昕	董恩良	危思安	任恒毅
执业证书编号：S1010524090007	执业证书编号：S1010524080015	执业证书编号：S1010524080007	执业证书编号：S1010524080017
王子昂	孙臣兴	陈彦龙	於学鑫
执业证书编号：S1010524090003	执业证书编号：S1010524100005	执业证书编号：S1010524080006	执业证书编号：S1010524080005
施佳斌	吴聪俊	李文涛	姜舜尧
执业证书编号：S1010524080003	执业证书编号：S1010524080013	执业证书编号：S1010524080008	执业证书编号：S1010524100007
顾资然	杨洋	俞柯帆	张黎阳
执业证书编号：S1010524090008	执业证书编号：S1010524090002	执业证书编号：S1010524100010	执业证书编号：S1010524080018
徐嘉琪	赵康	马子鉴	杨奕成
执业证书编号：S1010524100002	执业证书编号：S1010524080004	执业证书编号：S1010524090012	执业证书编号：S1010524100003
冯博佳	张斌斌	李涪漪	郭柯宇
执业证书编号：S1010524080010	执业证书编号：S1010524090011	执业证书编号：S1010524100011	执业证书编号：S1010524080019
李赫然	李想	王子雄	王伟达
执业证书编号：S1010524120005	执业证书编号：S1010524080016	执业证书编号：S1010524080023	执业证书编号：S1010524110001
周光裕	李子硕	卿施典	董博源
执业证书编号：S1010524120002	执业证书编号：S1010524100004	执业证书编号：S1010524090009	执业证书编号：S1010524080025
孙晨晔	曲松	江皓云	刘同心
执业证书编号：S1010524120010	执业证书编号：S1010524120007	执业证书编号：S1010524090010	执业证书编号：S1010524110004
蒋若涵	赵少波	刘宇飞	陈剑凡
执业证书编号：S1010524120011	执业证书编号：S1010524120004	执业证书编号：S1010524120006	执业证书编号：S1010524120003
周翰林	俞腾	王子宁	荣浩翔
执业证书编号：S1010524120012	执业证书编号：S1010524120014	执业证书编号：S1010524120015	执业证书编号：S1010524120016
唐佳	韦昕澄	高玉森	白弘伟
执业证书编号：S1010524120017	执业证书编号：S1010524090013	执业证书编号：S1010524080009	执业证书编号：S1010524110002
上官鹏	闻天	魏一	蔡瀚毅
执业证书编号：S1010524080011	执业证书编号：S1010524100001	执业证书编号：S1010524120008	执业证书编号：S1010524100012



分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；中国香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以韩国 KOSDAQ 指数或 KOSPI 指数为基准；日本市场以日经 225 指数为基准；中国台湾市场以台湾加权指数为基准；法国市场以法国 CAC 40 指数为基准；意大利市场以意大利富时 MIB 指数为基准；德国市场以德国 DAX 指数为基准；瑞士市场以瑞士 SMI 指数为基准；英国市场以英国富时 100 指数为基准；新加坡市场以新加坡海峡时报指数为基准；泰国市场以泰国 SET 指数为基准；印度尼西亚市场以印度尼西亚 JCI 指数为基准；马来西亚市场以富时大马吉隆坡综合指数为基准；巴西市场以巴西 IBOVESPA 指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上



特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citics.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发；地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露的）某些要求。MCI（P）042/11/2022。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）制作并发布。就英国的金融行业准则，该资料被制作并意图作为实质性研究资料。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：JN2000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India“关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

马来西亚：本研究报告由中信证券制作。对身在马来西亚的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2024 版权所有。保留一切权利。